# Anatomía del colapso

## La crisis financiera de 2020

EDITADO POR THO BISHOP

INTRODUCCIÓN POR JEFF DEIST

# Anatomía del colapso

## La crisis financiera de 2020

Editado por
Tho Bishop

Introducción por
Jeff Deist

Mises Institute
Auburn, Alabama

Mises Institute
518 West Magnolia Ave.
Auburn, Ala. 36832
mises.org
contact@mises.org

# Contents

# Prefacio

## por Tho Bishop

«¡Eliminen la Fed!» Tres pequeñas palabras se convirtieron en una de las consignas políticas más improbables y poderosos de la política moderna gracias a las campañas presidenciales del Dr. Ron Paul. Con el telón de fondo de una crisis financiera global, el congresista de Texas fue capaz de utilizar el micrófono de la política moderna, cambiado para siempre por Internet y los medios de comunicación social, para despertar a una generación de estadounidenses a la amenaza que representan los bancos centrales y el dinero fiduciario. Los guardianes ideológicos de Washington y la prensa corporativa se vieron obligados a reconocer y atacar una escuela de pensamiento económico antes oscura de la que ahora hablaban estudiantes universitarios, activistas e incluso algún que otro político.

Por supuesto, tales movimientos no ocurren realmente de la noche a la mañana. Las semillas del renacimiento internacional austriaco se plantaron cuando Ludwig von Mises escapó de la Segunda Guerra Mundial en Europa y se estableció en los Estados Unidos. Con puestos en la Universidad de Nueva York y en la Fundación para la Educación Económica, Mises fue capaz de desarrollar una legión de seguidores tanto en el mundo académico como en el público en general. Varios estudiantes de su seminario en la Universidad de Nueva York, como

Israel Kirzner, Hans Sennholz y Ralph Raico, se convirtieron en importantes académicos austriacos por derecho propio. Sin embargo, fue Murray Rothbard quien fue quizás el alumno más importante de Mises, con no sólo contribuciones significativas a la economía, la historia y la filosofía política, sino también escritos populares destinados a dar energía a un movimiento austrolibertario de base muy alejado de las restricciones de la torre de marfil.

La potente mezcla de erudición seria y popularismo dinámico de Rothbard se convirtió en un modelo para el Instituto Mises, que ayudó a fundar con Lew Rockwell en 1982. Desde el principio, el Instituto ha sido tanto una incubadora para las nuevas generaciones de académicos austriacos como una fuente de educación para el público en general.

Cualquiera que esté familiarizado con las obras de Mises, Rothbard y la escuela austriaca entiende lo lejos que están del zeitgeist dominado por el progresismo que durante mucho tiempo ha controlado los micrófonos más poderosos de Occidente. Aunque esto conlleva la maldición de limitar la influencia que podría tener con los políticos en el gobierno, también significa que se beneficia de los tiempos en que el público cuestiona los fundamentos de las instituciones en las que fue adoctrinado para creer.

Dos mil ocho fue una época así. Desafortunadamente, el 2020 parece ser uno también.

El propósito de esta colección es destacar el importante trabajo de los economistas austriacos contemporáneos sobre el sistema financiero moderno. Aunque la prensa financiera dominante ha reconocido a los responsables políticos estadounidenses, europeos y chinos el mérito de haber sostenido la economía mundial después de 2008, los austriacos llevan mucho tiempo advirtiendo que esas mismas acciones sólo han preparado al mundo para un desastre mayor. Se ha demostrado que las promesas hechas en 2008 sobre la facilidad

de normalizar la política monetaria —como la reducción de los balances y la eliminación gradual de la intervención en el mercado— son mentiras, tal como advirtieron los austriacos.

Si bien la respuesta del gobierno al coronavirus puede servir de catalizador para la próxima crisis, son las acciones irresponsables de los banqueros centrales, los gobiernos y las instituciones globalistas las que harán que el dolor sea mucho más intenso. Peor aún, la respuesta será liderada por individuos que sólo están versados en las mismas ideologías fallidas que nos llevaron a donde estamos ahora.

La primera sección es una mirada retrospectiva a las principales decisiones políticas que nos llevaron a donde estamos ahora. Uno de los objetivos importantes de esta colección es resaltar la naturaleza verdaderamente global de estos fallos, no sólo criticando las acciones de la Reserva Federal, sino las de sus colegas del Banco Central Europeo, el Banco de Japón y otros lugares. Es el intento coordinado de los banqueros centrales de todo el mundo de tratar de reforzar los mercados ocultando y valorando erróneamente el riesgo financiero subyacente lo que sólo ha servido para aumentar la fragilidad de la economía mundial.

A continuación, se analiza lo que podríamos esperar de los responsables políticos, ya que se ven obligados a responder. La respuesta fiscal y monetaria combinada al coronavirus y al bloqueo impuesto por el gobierno ha puesto de relieve el grado en que los bancos centrales y los gobiernos modernos se sienten completamente libres de las preocupaciones sobre la inflación o la deuda pública. Se hará todo lo posible por apuntalar las burbujas financieras que han creado, y estas acciones sólo agravarán los problemas fundamentales a los que nos enfrentamos. Por supuesto, a medida que los responsables de la toma de decisiones económicas se vuelven cada vez más drásticos en su pensamiento, podemos esperar que recurran más a la

utilización de los plenos poderes autoritarios del Estado moderno.

Por último, el libro trata de situar las ideas de la escuela austriaca en el contexto del mundo moderno. Aunque las cuestiones de ideología subyacentes pueden ser desestimadas por individuos «prácticos» que se enorgullecen de ser «pensadores independientes», Mises comprendió el grado en que nuestro entorno intelectual guía directamente los marcos políticos e institucionales. Tras los tiempos difíciles que se avecinan, la única manera de construir un futuro más fuerte, más próspero y más estable será con una revolución ideológica.

Espero que encuentre esta colección de artículos esclarecedora, aunque las ramificaciones de su contenido supongan una dificultad a corto plazo.

# Introducción

## por Jeff Deist

El Gran Colapso de 2020 no fue causado por un virus. Fue *precipitado* por el virus, y empeorado por las locas decisiones de los gobiernos de todo el mundo de cerrar los negocios y los viajes. Pero fue *causado* por la fragilidad económica. La supuesta mayor economía de la historia de los EEUU fue un hombre enfermo que caminaba, que se sentía cómodo con los analgésicos y que se veía mucho mejor de lo que se sentía, pero finalmente frágil y enfermo. La pandemia de coronavirus simplemente expuso la enfermedad subyacente de la economía de los EEUU, y si acaso, el accidente se retrasó.

Demasiada deuda, demasiada mala inversión y muy pocos precios honestos de los activos y los tipos de interés hicieron a Estados Unidos especialmente vulnerable al contagio económico. La mayor parte de esta vulnerabilidad se puede poner a los pies de los banqueros centrales de la Reserva Federal, y pagaremos un terrible precio por ello en los próximos años. Esta es una verdad incómoda, que los banqueros centrales esperan desesperadamente ocultar mientras los medios de comunicación y el público siguen obsesionados con el virus.

Pero no debemos dejar que se salgan con la suya, porque (al menos en lo que se refiere a los medios de comunicación de legado) la flagrante malversación de la Reserva Federal es quizás la mayor historia no contada de nuestras vidas.

Los síntomas de los problemas se hicieron evidentes en septiembre pasado durante la crisis de los embargos de los bancos comerciales. Después de más de una década de expansión cuantitativa (compra de bonos del Tesoro y de deuda hipotecaria de los bancos), de un recorte implacable de los tipos de interés y de un enorme crecimiento de las reservas «excedentarias» (más de 1,5 billones de dólares) estacionadas en la Reserva Federal, los bancos seguían sin tener suficiente liquidez a un día? ¿Cuál era exactamente el punto de aumentar el balance de la Reserva Federal de menos de 1 billón de dólares en 2008 a más de 4 billones de dólares de todos modos? Los bancos todavía necesitan dinero, después de una década de QE?

Como en la mayoría de las crisis, los problemas se arraigaron hace décadas. Lo que podríamos llamar la era de la política monetaria moderna se arraigó con el Shock de Nixon de 1971, que eliminó toda convertibilidad de los dólares por el oro. Menos de veinte años después, en octubre de 1987, el Lunes Negro eliminó el 20 por ciento de las valoraciones del mercado de valores de EEUU. El presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, prometió a Wall Street que algo así no volvería a ocurrir durante su mandato, y lo dijo en serio: el «*Greenspan Put*» fue el plan del Maestro para proporcionar toda la relajación monetaria necesaria para apuntalar los mercados de valores. La caída de las acciones tecnológicas del NASDAQ en el año 2000 no hizo más que consolidar la necesidad de una «nueva» política monetaria, y en 2008 esa política tomó pleno vuelo bajo la mano complaciente del Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, un hombre que no sólo malinterpretó fundamentalmente la Gran Depresión en su tesis doctoral, sino que también tuvo la autoestima necesaria para escribir un libro

titulado *The Courage to Act* sobre su uso del dinero de otras personas para volver a inflar la burbuja *bursátil* más grande y mala de la historia de los Estados Unidos.

En respuesta a la crisis del coronavirus, al menos aparentemente, tanto la Reserva Federal como el Tesoro de los EEUU entraron en hipervelocidad durante marzo de 2020. La respuesta de la Reserva Federal a la crisis pone en duda la credibilidad, simplemente porque ha sido muy descarada. De hecho, cualquier artículo sobre la Reserva Federal se vuelve obsoleto en pocos días, ya que anuncia nuevos programas, facilidades de crédito y compras a un ritmo vertiginoso. En sólo las últimas seis semanas la Reserva Federal anunció 700 mil millones de dólares en nuevas rondas de compras de activos a los bancos, hasta el punto de que la prensa financiera ha perdido la cuenta de qué "ronda" de flexibilización cuantitativa.

Pero más QE fue sólo el comienzo. Los funcionarios de la Reserva Federal también redujeron la tasa de los fondos federales a casi cero, y anunciaron que los requisitos de la proporción de reserva bancaria se eliminarían a partir de marzo de 2020. Esto le da un nuevo giro a la banca de reserva fraccionaria, porque es difícil tener una fracción cuando el numerador es cero...

Aparte de esto, la Reserva Federal también inició un programa de 1,5 billones de dólares de facilidades de préstamo a corto plazo, con los prestatarios proporcionando como garantía cualquier cosa, desde deuda del Tesoro a papel comercial a valores respaldados por préstamos estudiantiles, préstamos para automóviles y préstamos de tarjetas de crédito. Pero hay más: por primera vez en la historia, la Reserva Federal gastará miles de millones en la compra de bonos corporativos, tal vez la mayor burbuja de todas en una economía llena de empresas cargadas de deudas que aprovecharon las tasas de interés baratas para recomprar acciones y en general sustituir la ingeniería financiera por un crecimiento real. Con ayuda, la Reserva Fed-

eral eligió la mayor empresa de gestión de activos del mundo para llevar a cabo el programa de compra de deuda corporativa a través de varios Exchange Traded Funds. Y esa firma, BlackRock, resulta ser el mayor proveedor mundial de dichos ETFs.

Como resultado de todo esto, el balance de la Reserva Federal ya ha subido a más de 6 billones de dólares a mediados de abril de 2020, y ¿puede alguien dudar de que pronto será de 10 billones de dólares? Mientras tanto, el Congreso se las arregló para involucrarse con la política monetaria por la puerta trasera en su proyecto de ley de «estímulo» de 2 billones de dólares llamado la Ley CARES. La Ley contiene 454 mil millones de dólares para respaldar un programa de préstamos de la Reserva Federal totalmente separado para los bancos y las empresas, una suma que la Reserva Federal puede apalancar hasta 10 veces o 4,5 billones de dólares. Esto se hace utilizando un "vehículo de propósito especial" bajo los auspicios del Departamento del Tesoro. Esto representa la fusión de la política fiscal y monetaria, la nebulosa impía de cualquier distinción (mucho menos la independencia) de la Reserva Federal en relación con el Congreso y el ejecutivo. También representa el potencial para otro enorme pico en el balance de la Reserva Federal.

Por supuesto, ni el Congreso ni la Reserva Federal pueden poner en orden la casa fiscal de la nación, no importa cuánto impriman y gasten. De hecho, el déficit federal del 2020 se proyecta en 4 billones de dólares, lo que representaría más del 100 por ciento de los ingresos fiscales probables! Cheques $1.200 de alivio de la Ley CARES no irán muy lejos cuando se prohíba a la gente trabajar, y muy poco de los gastos del proyecto de ley se filtrará a los estadounidenses individuales. El efecto de cascada en los negocios minoristas y restaurantes, en los propietarios y las compañías hipotecarias, en la industria del turismo y en los ingresos por impuestos locales será abrumador.

A medida que esta crisis económica se desarrolle, sabremos que la Reserva Federal ha perdido el control si una de dos cosas sucede:

En primer lugar, si la afluencia de nuevo dinero y crédito tan rápidamente creado por la Reserva Federal causa (o al menos empeora) una rápida inflación de los precios para los consumidores. A diferencia de 2008, esta nueva creación de dinero no va principalmente a la base monetaria como reservas de los bancos comerciales. Está fluyendo a través de la gama de compras de la Reserva Federal, y ya en enero y febrero las reservas monetarias de M2 crecieron más del 15 por ciento. En 2008 los economistas de una tendencia austriaca advirtieron, correctamente, que una vasta y repentina expansión del balance de la Reserva Federal tendría consecuencias muy dañinas. Se burlaron cuando la hiperinflación no se materializó, pero en realidad ha habido una importante inflación de precios en toda una gama de activos. Dado que la Reserva Federal ha abierto las compuertas mucho más ampliamente que en 2008, y dado que los efectos residuales de la agresiva flexibilización monetaria desde 2008 todavía se sienten en los mercados, la significativa inflación de los precios al consumidor es una preocupación real. Si los precios empiezan a subir notablemente, sabremos que la Reserva Federal ha perdido la capacidad de aplazar el día del juicio final.

En segundo lugar, busquen el hipo en el mercado de la deuda del Tesoro de los EEUU que ha dependido implícitamente del respaldo de la Reserva Federal desde 2008. La voluntad de la Reserva Federal de comprar bonos del Tesoro en grandes cantidades a los bancos comerciales indica al mundo que siempre actuará como un respaldo y «hará el mercado» según sea necesario. Los tipos de interés ultra bajos diseñados por la Reserva Federal aseguran que el servicio de la deuda no crezca demasiado en el presupuesto federal anual —menos de 500.000 millones de dólares anuales en la actualidad. Esto man-

tiene al Congreso feliz, sabiendo que pueden gastar más allá de los ingresos fiscales sin mucho dolor. Pero esto es perverso: si los inversionistas saben que la Reserva Federal comprará activos a un cierto precio sin importar lo que hagan los mercados, no están comprando una «inversión» sino más bien un beneficio garantizado con pérdidas socializadas— cada desdichado poseedor de dólares se convierte en un aval *de facto* para los Tesoros de los Estados Unidos.

¿Pero qué pasa si hicieron una subasta del Tesoro y nadie hizo una oferta? ¿Y si la demanda se debilita, especialmente porque el Tío Sam paga menos del 1 por ciento de interés en un bono a diez años? ¿Qué pasa si los compradores extranjeros, que representan casi el 40 por ciento de la deuda de EEUU en manos del público, simplemente pierden la fe en que el despilfarrador gobierno de EEUU pondrá alguna vez su casa fiscal en orden? Si la Reserva Federal se convirtiera en el *principal* comprador en la subasta, eso también enviaría una señal al mundo, y una mala. El aumento de los tipos de interés de la deuda del Tesoro sería una calamidad para el presupuesto del gobierno federal, ya que incluso los tipos medios históricos por encima del 5 por ciento aumentarían el servicio de la deuda por encima de 1 billón de dólares anuales. Todo el programa inflacionario, que utiliza el estímulo monetario para apuntalar la demanda en declive, depende totalmente de un mercado estable para la deuda de los Estados Unidos que paga un interés casi nulo. Desde Keynes a Krugman, este es el programa. Pero como un juego de sillas musicales, nadie quiere tener bonos del Tesoro de bajo rendimiento si las tasas comienzan a subir sin importar lo que haga la Reserva Federal.

¿Y ahora qué? ¿Qué deberíamos hacer con la Reserva Federal hoy?

James Grant del observador de los tipos de interés de *Grant* caracteriza las recientes acciones de la Reserva Federal como una «compra apalancada de los Estados Unidos de América».

Se supone que la Reserva Federal tiene un balance ilimitado, capaz de proporcionar a los mercados financieros la «liquidez» que necesiten, en cualquier cantidad y durante cualquier período de tiempo. El senador de Pennsylvania Pat Toomey insta a la Reserva Federal a hacer más, y al Congreso a gastar más, todo ello en el impío nombre de la liquidez.

Pero la liquidez no es más que dinero listo para invertir y gastar. En el entorno actual es un eufemismo para el maná gratis del cielo. Es dinero «gratis», no ganado, que no representa ningún aumento en la producción o la productividad. No tiene respaldo ni posibilidad de reembolso. Y no sólo no hay nuevos bienes y servicios en la economía, sino que hay muchos menos debido a un cierre casi nacional de los negocios.

Así que la «política» monetaria como la conocemos está muerta como un clavo. Lo que hacen los bancos centrales y los banqueros centrales ya no cae en el ámbito de la economía o la política; la Reserva Federal ya no opera como lo que pensamos que es un banco central. No es un respaldo o «banco bancario» como fue diseñado originalmente (en teoría), ni es un administrador de la estabilidad económica que persigue su doble mandato autorizado por el Congreso. No sigue su propia carta en la Ley de la Reserva Federal. Ya no funciona según la teoría económica o los datos empíricos. Ya no persigue ninguna política pública identificable que no sea la mera conveniencia política de la ocultación temporal de las crisis. No responde a ninguna legislatura o ejecutivo, excepto cuando colabora cobardemente con ambos para descargar las consecuencias en las generaciones futuras. Los funcionarios de la Reserva Federal no siguen «reglas» ni objetivos, y no hay ningún gran plan en marcha. De hecho, andan a tientas en la oscuridad.

La Reserva Federal es, en efecto, un gobierno económico sin ley para sí mismo. Sirve como un servicio de crédito *ad hoc* del mundo exal sector financiero, completamente abierto, sin verificaciones de crédito, sin límites de crédito, sin requi-

sitos de garantía, sin pagos de intereses, y en algunos casos sin reembolso alguno. Es el prestamista de primer recurso, una especie de casa de empeño invertida que paga el máximo por los activos en rápido declive. La Reserva Federal es ahora el Banco Infinito. Está dirigido por televangelistas, no por banqueros, y opera con fe.

Esa fe será duramente probada.

# Entendiendo la crisis actual

# 1
# La financiarización: por qué el sector financiero ahora rige la economía mundial

**por Ryan McMaken**

Leer o ver las noticias en el mundo actual es enfrentarse a una amplia gama de historias sobre la organización financiera y las instituciones financieras. Las noticias sobre los bancos centrales, los tipos de interés y la deuda parecen estar en todas partes.

Pero no siempre se consideró que el sector financiero y las instituciones financieras fueran tan importantes. Las políticas públicas en general no siempre se diseñaron con el objetivo de apoyar a los bancos, mantener los tipos de interés bajos y asegurar un flujo cada vez mayor de préstamos baratos y fáciles. Informar sobre las minucias de los bancos centrales -suponiendo que estos cambios afectan directamente a casi todas las facetas de nuestras vidas- no siempre fue la norma.

Pero ahí es donde estamos ahora.

El cambio es real y es una cosa llamada «financiarización». Ha surgido de una economía que se centra cada vez más en el sector financiero a expensas de otras áreas de la economía. Y es relativamente nuevo. Los académicos han sugerido muchas causas para la financiarización, pero a menudo terminan cul-

Ryan McMaken, «La financiarización: por qué el sector financiero ahora rige la economía mundial», *Mises Wire* (18 marzo 2020).

pando a los mercados. De hecho, la verdadera causa son décadas de políticas del gobierno y del banco central dedicadas a inflar los precios de los activos en los mercados financieros y a rescatar al sector financiero una y otra vez.

## ¿Qué es la financiarización?

La «financiarización» es un término que se utiliza para describir el proceso por el cual instituciones financieras como los bancos y los fondos de cobertura se han apoderado de economías y sistemas políticos en gran parte del mundo.

El economista Gerald Epstein ofrece una definición: «la creciente importancia de los mercados financieros, los motivos financieros, las instituciones financieras y las elites financieras en el funcionamiento de la economía y sus instituciones de gobierno».[1]

La socióloga Greta Krippner aporta otra: «la tendencia a que la obtención de beneficios en la economía se produzca cada vez más a través de canales financieros en lugar de a través de actividades productivas».[2]

[1]Gerald Epstein, «*Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*», documento presentado en la Conferencia del Instituto de Investigación de Economía Política sobre «*Financialization of the World Economy*», 7 y 8 de diciembre de 2001, Universidad de Massachusetts, Amherst, Amherst, MA.

[2]Krippner se cuida de aclarar que por «productivo» se entiende «la gama de actividades que intervienen en la producción o el comercio de productos básicos» Las actividades financieras no son, por supuesto, «necesariamente improductivas», ya que los servicios *financieros* pueden ser, en efecto, servicios valiosos y productivos para las personas que los adquieren. Krippner concluye: «Sugerir que la economía se ha financializado es afirmar que el equilibrio entre estos dos conjuntos de actividades se ha inclinado fuertemente hacia las finanzas, no que la economía financiera se ha desacoplado totalmente de la producción» Greta Krippner, *Capitalizing*

Algunos estudiosos han tratado de medir la prevalencia de la financiarización en los Estados Unidos. Carmen Dorobăț escribe:

> Lin y Tomaskovic-Devey (2013) sostienen que... una tendencia importante de las últimas décadas ha sido el aumento de la participación de las empresas financieras y no financieras en los mercados financieros.
>
> Los dos autores analizan la relación entre los ingresos financieros (suma de intereses, dividendos y ganancias de capital) y los beneficios para la industria manufacturera, así como para todas las empresas no financieras de los Estados Unidos... Descubren que entre 1970 y 2007, las empresas estadounidenses se han ido orientando cada vez más hacia las finanzas, obteniendo una parte cada vez menor de sus ingresos por la venta de bienes y servicios, y unas cuatro veces más ingresos por actividades financieras en comparación con 1970.

Tal vez el ejemplo más común de financiarización sea la expansión de los brazos financieros de los fabricantes de automóviles de los Estados Unidos:

> General Motors estableció su brazo financiero General Motors Acceptance Corporation (GMAC) en 1919 y Ford estableció su proveedor de servicios financieros Ford Motor Credit en 1959. Antes de la década de los ochenta, la principal función de estas instituciones financieras era proporcionar a sus clientes automovilísticos el acceso al crédito para aumentar las ventas de automóviles. A partir de la década de los ochenta, estas empresas ampliaron su cartera. GMAC entró en el mercado de los préstamos hipotecarios en 1985. En el mismo año, Ford compró la First Nationwide Financial Corporation,

---

*on Crisis* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2011).

la primera empresa de ahorro que operaba a nivel nacional, para entrar en los mercados de ahorro y préstamos residenciales. En la década de los noventa, tanto GMAC como Ford Motor Credit ampliaron sus servicios para incluir seguros, banca y finanzas comerciales.

A principios de la década del 2000, la mayoría de los beneficios de GM provenían de sus operaciones financieras y no de la producción de automóviles.[3]

## ¿Cuál es el marco temporal?

Los historiadores de la financiarización suelen situar sus orígenes a finales de la década de los setneta o durante la década de los ochenta. El sociólogo Frank Dobbin, por ejemplo, concluye,

[3]Además, como Gretchen Morgenson del *New York Times*

> en los últimos años, las empresas de servicios financieros han llegado a dominar silenciosamente el S&P 500.
>
> En este momento, estas empresas constituyen el 20,4 por ciento del índice, frente al 12,8 por ciento de hace 10 años. El peso actual de los servicios financieros es casi el doble que el de las acciones de las empresas industriales y más del triple que el de las acciones de energía.
>
> ...También cabe señalar que el peso actual de las empresas de servicios financieros en el S&P está significativamente subestimado porque las 82 acciones financieras del índice no incluyen a General Electric, General Motors o Ford Motor. Todas estas empresas tienen grandes operaciones financieras que han contribuido significativamente a sus ganancias en los últimos años.

Gretchen Mortgenson, «*What Lurks Inside Your Index Fund*», *New York Times* (sitio web), 20 de junio de 2004, http://www.nytimes.com/2004/06/20/business/yourmoney/20watch.html.

> Vimos un rápido cambio en el negocio principal de los Estados Unidos, de la fabricación no al servicio tanto como a la financiación per se. Como señaló Simon Johnson, cuando el mercado alcanzó su punto máximo en 2001, las finanzas representaban el 40% de los beneficios de la economía americana.

Un estudio muy citado de Lin y Tomaskovic-Devey muestra que la «relación entre ingresos financieros y beneficios» se duplicó con creces durante los años ochenta y luego se aceleró aún más durante los noventa.

Notas de Krippner:

> Una tendencia creciente indica una mayor proporción de los ingresos procedentes de fuentes financieras en relación con las fuentes no financieras... La proporción es notablemente estable en las décadas de los cincuenta y sesenta, pero comienza a aumentar en la década de los setenta y luego aumenta bruscamente en el curso de la década de los ochenta. A fines de la década de los ochenta, la relación alcanza un nivel que es aproximadamente cinco veces superior a los niveles típicos de las décadas inmediatamente posteriores a la guerra.

Esta tendencia tampoco era específica de los Estados Unidos. Los datos comparativos muestran que la mayoría de los países ricos experimentaron transformaciones similares. Según Dobbin:

> Ocurrió en las economías de mercado liberales y en las economías de mercado coordinadas. Ocurrió en economías con estados de bienestar fuertes y estados de bienestar débiles. Ocurrió en lugares donde los neoliberales tomaron el poder tempranamente y lugares donde los neoliberales nunca llegaron a dirigir el espectáculo. Ocurrió independientemente de la coloración partidista del gobierno. Y así sucesivamente. Los datos compara-

tivos también nos dan algo muy parecido a un experimento natural. Hubo un país democrático rico que escapó de la crisis fiscal del Estado en este período por el afortunado expediente de descubrir petróleo. Ese país fue Noruega. Y —aparte de los enclaves bancarios de Suiza y Luxemburgo, que no se financiaron sólo porque ya dependían mucho de las finanzas— Noruega parece ser el único país democrático rico que no se financió en este período.[4]

## ¿Qué dicen los anticapitalistas que causa la financiarización?

Las causas de la financiarización han sido debatidas durante mucho tiempo. Algunas causas sugeridas por los estudiosos se basan en la economía, y otras son sociológicas y culturales. Se dice que algunas causas surgen «naturalmente» de los procesos del mercado, y otras provienen de cambios en la política gubernamental.

### *La financiación como endémica del capitalismo tardío*

En muchos casos, la acusación de que la financiarización es parte de la evolución natural de los mercados tiene sus raíces en el marxismo. Algunos autores han afirmado que la financiarización es un proceso cíclico que se remonta a los primeros días del capitalismo, como lo describe, por ejemplo, Giovanni Arrighi en su libro *The Long Twentieth Century*. Según Arrighi, los sistemas capitalistas comienzan con una fase productiva, pero terminan, a través de una competencia mundial cada vez más intensa, entrando en el sector financiero en un intento

[4]Frank Dobbin, «Review of Greta Krippner, *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*», *Trajectories* 23, no. 2

de aumentar los beneficios a través de la especulación financiera en lugar de a través de la producción. Según este punto de vista, la financiarización es sólo otra fase del desarrollo de un sistema capitalista y se introduce en la propia economía de mercado.

En esta supuesta progresión natural del capitalismo, Arrighi afirma que «las expansiones materiales conducen finalmente a una sobreacumulación de capital... y cada vez más, la competencia pasa de ser un juego de suma positiva a uno de suma cero (o incluso de suma negativa)».[5]

En una época más temprana y menos competitiva, los propietarios de capital podrían haber estado motivados para invertir la mayor parte del mismo en plantas físicas, empleo y producción. Pero la globalización y la «competencia feroz» refuerzan «la disposición de los organismos capitalistas a mantener en forma líquida una proporción creciente de su flujo de efectivo entrante».[6] Esto conduce a la competencia entre los Estados por el capital que se acumula cada vez más en los mercados financieros. El sesgo político resultante a favor de los propietarios de capital conduce a «redistribuciones de ingresos de todo tipo de comunidades a los organismos que controlan el capital móvil, inflando y sosteniendo así la rentabilidad de los tratos financieros en gran medida divorciados del comercio y la producción».[7]

### *El aumento del movimiento de «valor para el accionista»...*

Una segunda causa propuesta de financiarización es la aceleración del movimiento de «valor para el accionista». Esta teoría, tal vez descrita con más detalle por el sociólogo Ger-

[5]Giovanni Arrighi, *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times* (Londres, Verso Publishers, 2010), p. 372.
[6]Ibíd., pág. 372.
[7]Ibídem, pág. 373.

ald Davis, sostiene que antes de la década de los setenta las empresas que cotizaban en bolsa eran importantes instituciones sociales que cumplían varias funciones más allá de la mera producción de bienes y servicios. Gracias a las reformas que les impusieron los progresistas, estas corporaciones proporcionaban empleo a largo plazo y actuaban como catalizadores del ahorro a través de sus programas de pensiones. Según Davis, «la corporación pública se convirtió en el actor central indispensable de la economía de los Estados Unidos».[8]

Pero este *statu quo* estabilizador, afirma Davis, fue destruido por las «tomas de control» en los años ochenta, y las corporaciones fueron «divididas en sus partes constituyentes».[9] Esto condujo a despidos sustanciales y la economía corporativa se volvió menos concentrada. Frente a la nueva competencia, las empresas abandonaron su anterior función social y se concentraron en el valor para los accionistas. En este nuevo panorama empresarial, los accionistas compraban y vendían frecuentemente sus acciones y las empresas se veían obligadas a competir más ferozmente para obtener mayores dividendos y un mayor crecimiento del precio de las acciones. Esto absorbió la riqueza de los fondos de pensiones y los programas de salud, y disminuyó los beneficios sociales que antes proporcionaban las antiguas corporaciones de legado.

En consecuencia, la financiarización aumentó a medida que los inversores y los propietarios de empresas adoptaron cada vez más la idea de que el único propósito de una empresa es aumentar el valor para los accionistas en lugar de la producción y la cuota de mercado. Aunque la producción hábil y el aumento de la cuota de mercado pueden contribuir al valor para el accionista, otros métodos podrían resultar más

[8]Gerland F. Davis, «*After the Corporation*», *Politics and Society* 41, no. 2: 283-30.
[9]Ibídem, pág. 287.

fáciles. Las empresas podrían aumentar su propio valor para el accionista aumentando sus carteras o aprovechando el poder de un frenesí especulativo. En cualquier caso, la producción de productos y servicios no financieros pasó a un segundo plano.

O eso dice la historia.

### *Manías especulativas*

Una tercera teoría afirma que las manías especulativas han fomentado con el tiempo la demanda del mercado de un número cada vez mayor de instrumentos financieros que permiten a los inversores hacer apuestas sobre casi todo lo que está bajo el sol. Estas manías pueden ser desencadenadas por cualquier número de causas, desde una cosecha abundante hasta el final de una guerra o la introducción de una nueva tecnología. Estas manías se aceleran después por los cambios culturales o psicológicos que acompañan a la percepción de que existe una «nueva realidad». Los economistas han intentado durante mucho tiempo utilizar estos factores culturales para explicar los acontecimientos económicos. John Maynard Keynes, por ejemplo, utilizó el término «espíritus de animales» para resumir estos cambios no tangibles.

Estas teorías fueron popularizadas en parte por los economistas Hyman Minsky y Charles Kindleberger, quienes sostuvieron que una vez que los mercados alcanzan ciertos niveles de éxito, tienen la tendencia a impulsar el exceso de confianza en los mercados financieros para inversiones futuras.

Aunque la teoría reconoce que las manías pueden ser desencadenadas por factores externos, sostiene sin embargo que los propios mercados fomentan una tendencia a las expectativas poco realistas que «se divorcian rápidamente de los valores intrínsecos».[10]

[10]Krippner, *Capitalizing on Crisis*, p. 5.

Según Krippner, estas «teorías de la burbuja consideran que los *procesos internos de los mercados son desestabilizadores en lugar de estabilizadores* de los mercados» (cursiva añadida).[11]

En cualquier caso, el resultado es que los inversores tratan de obtener mayores beneficios financieros apostando a las burbujas en lugar de a través de la producción de bienes físicos y servicios no financieros. Resultados de la financiarización.

### *La desregulación*

La «desregulación» es también un tema destacado en muchos análisis de la financiarización.

Krippner, por ejemplo, llega a la conclusión de que «el giro hacia las finanzas [fue] puesto en marcha por la desregulación financiera nacional en la década de los setenta».[12] A ello siguió la flexibilización de muchas reglamentaciones sobre la forma en que los bancos pagaban intereses a los depositantes (también conocida como la versión anterior a 1986 del Reglamento Q).

En resumen, la abolición de varias regulaciones del sector financiero —muchas de las cuales habían existido desde el New Deal— ha puesto en marcha un mayor flujo de capital y ha provocado una mayor competencia entre los bancos y las empresas financieras por los dólares de los ahorradores de clase media y alta. Mientras que el juego del ahorro y la inversión había sido relativamente aburrido y sedante antes de la desregulación de los años setenta y ochenta, la nueva competencia que desencadenó dio lugar a una amplia gama de instrumentos de inversión más arriesgados, pero potencialmente más gratificantes.

[11]Ibídem, pág. 5.
[12]Ibídem, pág. 86.

En esta narración, el dinero se vertió en el sector financiero, ya que las empresas de inversión y los bancos estaban compitiendo más que nunca y aumentando los beneficios de las inversiones. Esto absorbió el dinero de otros sectores que aún ofrecían sólo el tipo de rendimiento moderado, no frenético y a largo plazo que venía con la inversión en la industria manufacturera y los servicios no financieros.

## La verdadera causa: rescates, bancos centrales, y el «put de Greenspan»

Los críticos de la financiarización tienen razón en que existe. Y a veces tienen razón al describir cómo eventos como la desregulación y las manías han dado forma a la forma en que la financiarización ha ocurrido. Pero estas teorías no explican las *causas fundamentales* de cómo el sector financiero llegó a ser visto como un refugio seguro y rentable para tanto capital.

La falta de identificación de la causa fundamental tiene muchas implicaciones para la política. Después de todo, si se supone que los propios mercados contienen las semillas de la financiarización y que estos procesos sólo se desencadenan cuando los gobiernos les conceden una mayor libertad, entonces se llega fácilmente a la conclusión de que los mercados no pueden funcionar sin una carga considerable de regulación gubernamental y que son los culpables de las diversas crisis y pánicos de las últimas décadas.

Si los mercados causan repetidamente crisis globales, tal vez el mercado es realmente, para usar el término de David Stockman, «una máquina del día del juicio final».

Pero esta narración ignora las características clave de la economía moderna: a saber, que los gobiernos utilizan la política fiscal y monetaria para debilitar en gran medida la disciplina del mercado. Los gobiernos lo hacen a través de rescates y de las políticas de los bancos centrales diseñadas para

forzar la reducción de los tipos de interés y aumentar la oferta de dinero.

Estas políticas tienden a estar más orientadas al sector financiero, de modo que el riesgo de invertir en instituciones del sector financiero se reduce para quienes esperan beneficiarse de rescates (totales o parciales) y préstamos fáciles en caso de crisis. Como «prestamistas de última instancia», los bancos centrales pueden inyectar liquidez en el sector financiero con facilidad. Esto alienta a los inversores a participar en actividades de mayor riesgo que las que realizarían si no supieran que los rescates son probables en caso de crisis.

Incluso aquellos que piensan que los propios mercados están orientados a fomentar un riesgo excesivo, el problema de los rescates es evidente. Por ejemplo, aunque Minsky y Kindleberger sostuvieron que las manías especulativas tienen sus raíces en los mercados, no obstante admitieron que esas manías a menudo se veían agravadas por la presencia de un banco central que actuaba como prestamista de último recurso. Como resume Krippner este punto: «si las instituciones financieras saben que serán rescatadas, se les anima a especular con abandono, lo que hace que la crisis sea más grave cuando finalmente llega».[13]

Así pues, aunque los cambios de política durante la década de los setenta y principios de los ochenta pueden haber *contribuido* a la financiarización, la causa fundamental fue la eliminación del riesgo del mercado mediante rescates gubernamentales. Después de todo, a raíz de la desregulación se hizo rápidamente evidente que el nuevo entorno financiero no siempre era un camino fácil hacia la riqueza: Continental Illinois se convirtió en 1984 en el mayor banco fallido de la historia de EEUU. El mercado de valores se derrumbó en 1987. Si se hubiera permitido que los mercados funcionaran, esto habría

[13]Krippner, p. 6.

sido una señal para los mercados de que las inversiones arriesgadas tienen un inconveniente para los inversores específicos involucrados.

Pero los inversores no aprendieron esa lección en absoluto. Continental Illinois fue rescatado cuando el gobierno de EEUU esencialmente nacionalizó el banco, protegiendo a sus accionistas. Después de la caída del mercado en 1987, el nuevo presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan «inundó inmediatamente el sistema bancario con nuevas reservas, haciendo que el Comité de Mercado Abierto de la Fed (FOMC) comprara cantidades masivas de valores del gobierno en el mercado de repos».

En otras palabras, este nuevo mundo de la financiarización posterior a los años setenta no tenía ni una década antes de que los responsables políticos federales empezaran a enseñar a los inversores que si se meten en problemas los responsables políticos federales les rescatarán.[14]

A principios de los años noventa, los Estados Unidos habían entrado en el mundo del llamado «put de Greenspan», en el que rápidamente quedó claro que el banco central intervendría para rescatar los mercados cuando los inversores asumieran demasiado riesgo. Si bien las instituciones del sector financiero podían cosechar los frutos de los buenos tiempos, serían rescatadas por los contribuyentes cuando los tiempos se volvieran malos. Bajo el mandato de Greenspan, el banco central estaba allí para rescatar al sector financiero repetidamente a través de diversos medios. Lo presenciamos con la crisis financiera mexicana, la crisis financiera asiática de fines de la década de los noventas y los rescates que siguieron a la quiebra de las empresas de punto de venta. Greenspan estuvo en el centro de la burbuja inmobiliaria después de 2004.

[14]Henry Liu, «*The Unlearned Lesson of the 1987 Crash*», Instituto Roosevelt, 2010, https://rooseveltinstitute.org/unlearned-lesson-1987-crash/.

El *put* de Greenspan no desapareció después de que Greenspan se retirara de la Junta de la Reserva Federal. Fue continuado en varias formas por todos sus sucesores. Por lo tanto, es fácil ver por qué bajo estas condiciones el sector financiero se convierte en el lugar de paso para los inversores en relación con otros sectores. ¿Por qué invertir en industrias que no serán rescatadas cuando es probable que la toma de riesgos excesivos en el sector financiero sea recompensada por participar en riesgos cada vez mayores?

IIncluso cuando el objetivo no son los rescates dramáticos y selectivos, los repetidos esfuerzos de los bancos centrales por inyectar más liquidez en los mercados mediante la creación de dinero nuevo han favorecido al sector financiero en relación con otros sectores de la economía. Robert Blumen ha descrito los mecanismos por los que las políticas de los bancos centrales que impulsan la inflación de los precios de los activos no aparecen en la inflación de los precios al consumidor. Esto significa que los aumentos de precios de los activos financieros como las acciones inflan aún más el valor percibido del sector financiero en relación con otros sectores. Todo esto impulsa la financiarización mucho más allá de lo que ocurriría en un mercado sin trabas.

## La financiarización y nuestra economía de burbujas

Mientras que investigadores como Arrighi, Davis y Krippner describen varios aspectos de la financiarización, estas teorías no funcionan como explicaciones satisfactorias del fenómeno. Incluso si los cambios culturales, los nuevos instrumentos de inversión o la falta de regulación gubernamental permitieron nuevas vías de inversión en el sector financiero, no hay razón para creer que el muy real temor humano a la pérdida monetaria haya cambiado fundamentalmente. En un mercado que funciona, la promesa de un inmenso beneficio a través de la

inversión en el sector financiero se ve atenuada por el temor a sufrir una pérdida. Cuando los inversores ven que los bancos quiebran y que las acciones reciben una paliza, normalmente verían estos acontecimientos como lo que son: una demostración del lado negativo de la financiarización.

Pero los gobiernos y los bancos centrales no han permitido que eso suceda en las últimas décadas.

Por lo tanto, no basta con intentar describir la financiarización en términos de cambios culturales o de vagas nociones marxistas de la evolución capitalista. En el centro de la cuestión está la intervención del gobierno diseñada para proporcionar a la clase inversora mayores ganancias y menos pérdidas.

Sin embargo, la «sabiduría» que prevalece entre los encargados de formular políticas y los banqueros centrales es que las cantidades cada vez mayores de financiarización —apoyadas por repetidas intervenciones gubernamentales— no son más que una característica natural e ineludible de la economía de mercado. Con cada nueva burbuja y cada nueva crisis, los bancos centrales están cada vez más dispuestos a intentar intervenciones arriesgadas y «no tradicionales», ya sean tipos de interés negativos, la abolición del efectivo físico o compras cada vez mayores de activos casi inútiles. Gracias a décadas de financiarización impulsada por el gobierno, lo que está en juego es cada vez más importante.

Pero quizás la parte más imprevista de todo esto es que, a medida que las crisis aumentan, los mercados tienen la culpa de lo que nunca hubiera ocurrido si se hubiera permitido que los mercados funcionaran.

# 2

# ¿Están nacionalizando la economía los bancos centrales?

## por Daniel Lacalle

El *Financial Times* publicaba un artículo que decía que «los principales bancos centrales poseen ahora un quinto de la deuda pública total».

Las cifras son estremecedoras.

- Sin ninguna recesión o crisis, los grandes bancos centrales están comprando más de 200.000 millones de dólares de deuda pública y privada, liderados por el BCE y el Banco de Japón.
- La Reserva Federal posee más del 14% de la deuda pública total de EEUU.
- Los balances del BCE y el BdJ exceden en un 35% y un 70% sus respectivos PIB.
- El Banco de Japón es actualmente uno de los 10 mayores inversores en el 90% del Nikkei.

Daniel Lacalle, «¿Están nacionalizando la economía los bancos centrales?» *Mises Wire* (Agosto 24, 2017). Publicado originalmente en DLacalle.com.

- El BCE posee el 9,2% del mercado de bonos corporativos europeos y más de 10% de la deuda soberana total de los principales países europeos.
- El Banco de Inglaterra posee entre el 25% y el 30% de la deuda soberana de Reino Unido.

Un informe reciente de Nick Smith, analista de la CLSA, advierte acerca de lo que llama «la nacionalización del mercado secundario».

El Banco de Japón, con su política ultraexpansionista que solo expande su balance, está en camino a convertirse en el mayor inversor en las grandes empresas del Nikkei 225. De hecho, el banco central japonés ya cuenta con el 60% del mercado de ETF (Exchange Traded Funds) en Japón.

¿Qué puede ir mal? En general, el banco central no solo genera mayores desequilibrios y un mal resultado en una economía «zombificada», ya que las políticas extremadamente laxas perpetua los desequilibrios, sino que debilita la velocidad del dinero e incentiva la deuda y las malas inversiones.

Creer que esta política es inocua porque «no hay inflación» y el desempleo es bajo resulta peligroso. El gobierno emite cantidades masivas de deuda y el dinero barato promueve un exceso de capacidad y una mala asignación de capital. Así, el crecimiento de la productividad colapsa, los salarios reales caen y el poder adquisitivo de las divisas también cae, llevando al alza el coste real de la vida y a la deuda a crecer más que el PIB real. Por eso, como hemos mostrado en artículos anteriores, la deuda total ha ascendido hasta el 325% del PIB mientras que las empresas zombis llegan a niveles propios de una crisis, de acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales.

Los títulos públicos monetizados por el banco central no son activos de alta calidad, son un pagaré que se transfiere a las próximas generaciones y se liquidará de tres maneras: con inflación masiva, con una serie de crisis financieras o con un

gran desempleo. La destrucción del poder adquisitivo de la moneda no es una política de crecimiento, es robar a futuras generaciones. El efecto «placebo» de gastar hoy el Valor Presente Neto de esos pagarés significa que, como PIB, la productividad y la renta disponible real no mejoran, al menos no tanto como la deuda emitida. Estamos creando una bomba del tiempo de desequilibrios económicos que no hacen más que crecer y que explotará en algún momento del futuro. El hecho de que la evidente bola de riesgo se retrase otro año no significa que no exista.

El Estado no está emitiendo «dinero productivo», sino solo una promesa de más réditos mediante mayores impuestos, mayores precios o confiscación de riqueza en el futuro. El crecimiento la oferta monetaria es un préstamo que obtiene el Estado pero que pagamos nosotros, los ciudadanos. El pago viene con la destrucción de poder adquisitivo y confiscación de riqueza a través de la devaluación y la inflación. El «efecto riqueza» de acciones y bonos en aumento es inexistente para la gran mayoría de los ciudadanos, ya que más del 90% de la riqueza familiar media está en depósitos.

De hecho, una monetización masiva de la deuda es solo una manera de perpetuar y fortalecer el efecto expulsión del sector público sobre el sector privado. Es una nacionalización de hecho. Porque el banco central no «quiebra», solo transfiere sus desequilibrios financieros a bancos privados, empresas y familias.

El banco central puede «imprimir» todo el dinero que quiera y el gobierno se beneficia de ello, pero los que sufren la represión financiera son el resto. Generando las consiguientes crisis financieras a través de políticas monetarias laxas y siendo siempre el principal beneficiario del auge y el declive, el sector público sale de estas crisis más poderoso y más endeudado, mientras que el sector privado sufre el efecto de expulsión en

tiempos de crisis y el efecto de los impuestos y la confiscación de riqueza en tiempos de expansión.

No sorprende que el gasto público con respecto al PIB esté ahora casi en el 40% en la OCDE y aumentando, la carga fiscal esté en máximos históricos y la deuda pública aumente.

La monetización es un sistema perfecto para nacionalizar la economía pasando a los contribuyentes todos los riesgos del exceso de gasto y los desequilibrios. Y siempre acaba mal. Porque dos más dos no es igual a veintidós. Al gravar a los productivos para perpetuar y subvencionar a los improductivos, el impacto sobre el poder adquisitivo y la destrucción de riqueza es exponencial.

Creer que esta vez será distinto y que los Estados gastarán sabiamente todo ese enorme «dinero gratuito muy caro» es sencillamente una ilusión. El gobierno tiene todos los incentivos para gastar demás, ya que su objetivo es maximizar el presupuesto y aumentar la burocracia como medio de poder. También tiene todos los incentivos para culpar de sus errores a un enemigo externo. Los gobiernos siempre culpan a algún otro por sus errores. ¿Quién rebaja los tipos del 10% o al 1%? Gobiernos y bancos centrales. ¿A quién se culpa por tomar «excesivos riesgos» cuando las cosas van mal? A vosotros y a mí. ¿Quién aumenta la oferta monetaria, reclama que «fluya el crédito» e impone represión financiera porque los «hay demasiado ahorro»? Gobiernos y bancos centrales. ¿A quién se culpa cuando las cosas van mal? A los bancos por los «préstamos imprudentes» y la «desregulación».

Por supuesto, los gobiernos pueden imprimir todo el dinero que quieran, lo que no pueden hacer es convencernos de que tiene un valor, en que el precio y cantidad de dinero que imponen es real solo porque el gobierno lo diga. De ahí la menor inversión real y la menor productividad. Ciudadanos y empresas no están locos por no caer en la trampa de los tipos bajos y la alta inflación de activos. No son amnésicos.

Se llama represión financiera por una razón y los ciudadanos siempre tratan de escapar del robo.

¿Cuál es el truco para que nos lo creamos? Las bolsas suben, los bonos bajan y se nos hace creer que la inflación de activos refleja fortaleza económica.

Luego, cuando la política del banco central deje de funcionar (ya sea por falta de confianza o porque es sencillamente parte de la liquidación) y los mercados reciban las valoraciones que merecen, muchos dirán que fue culpa de los «especuladores», no del especulador central.

Cuando estalla, podéis apostar hasta vuestro último dólar en a que el consenso culpará a los mercados, los fondos de inversión, la falta de regulación y la insuficiente intervención. Los errores de la intervención perenne se «resuelven» con más intervención. El gobierno gana en todo caso. Como en un casino, la casa siempre gana.

Entretanto, las famosas reformas estructurales que se habían prometido desaparecen como los malos recuerdos.

Es un inteligente sistema maquiavélico para acabar con los mercados libres y beneficiar desproporcionadamente a los estados a través de la más injusta de las competencias: tener acceso ilimitado al dinero y el crédito y ninguno de los riesgos. Y pasar la factura a todos los demás.

Si piensas que no funciona porque el gobierno no hace mucho más, estáis sencillamente soñando.

3

# La amenaza de la política de tipos de interés por debajo de cero

**por Brendan Brown**

La política de tipos de interés por debajo de cero como Europa y Japón la han practicado durante muchos años, amenaza la prosperidad económica mundial. Sin embargo, el Congreso y la Casa Blanca guardan un extraño silencio sobre el tema; ni siquiera un mensajero profético les haría despertar.

Dos episodios monetarios, uno histórico y contrafactual, el otro contemporáneo y real, resaltan la naturaleza del peligro.

Primero, la historia: durante todo el apogeo del patrón oro desde mediados de la década de 1860 hasta 1914, los tipos del mercado monetario a corto plazo en Londres rara vez cayeron por debajo del 1-2% anual y luego solo brevemente. Por lo general, estos tipos cortos eran muy volátiles día a día, pero a pocos les importaba.

Los tipos a mediano y largo plazo fueron mucho más estables, su nivel reflejaba una cantidad masiva de información descentralizada en el mercado, derivada de decisiones individuales sobre préstamos y crédtos. Las percepciones del tipo promedio probable a corto plazo a largo plazo establecen un piso para las tasas a largo plazo (ya que los especuladores podrían

Brendan Brown, «La amenaza de la política de tipos de interés por debajo de cero,» *Mises Wire* (12 marzo 2019).

tomar préstamos al tipo a largo plazo y los préstamos de renovación en el corto).

Walter Bagehot observó que «John Bull puede soportar muchas cosas, pero no puede soportar tipos de interés del 2%» (lo que significa que las tasas más bajas lo volverían loco, en el sentido actual de exuberancia irracional o búsqueda desesperada de rendimiento). El patrón oro funcionó de una manera que respetaba esa sabiduría.

Si los tipos a corto plazo bajaran a cero, habría un fuerte «drenaje de oro» a medida que el público convirtiera los depósitos y las notas en el metal amarillo; una creciente escasez de reservas de oro (en el sistema bancario) forzaría un endurecimiento de las condiciones monetarias. Este mecanismo dependía de la escasez natural del oro y de sus atracciones únicas. El «dinero de alta potencia» bajo los regímenes de dinero fiduciario nunca ha disfrutado de estas propiedades.

El piso implícito a los tipos de interés nominales no fue una barrera para que las manos invisibles logren la recuperación económica de la recesión. Esto ocurrió en el contexto de los precios estables a largo plazo, no de la inflación permanente como predican los arquitectos y funcionarios del estándar de inflación actual del 2%. Fundamentalmente, los precios de los bienes cayeron a un nivel inferior al promedio durante la fase débil del ciclo económico y se esperaba que volvieran a la normalidad o más en la fase de expansión.

¿Qué piensan los banqueros centrales de hoy de la sabiduría de Bagehot sobre John Bull?

Niegan que exista la inflación de activos. Y no solicitarían a sus departamentos de investigación, llenos de economistas neokeynesianos, que realizaran el siguiente análisis hipotético.

Si todos los bancos centrales hubieran respetado un piso del 1-2% de los tipos de interés en la última década, ¿cómo se habría producido la recuperación económica y cuál habría sido la naturaleza de la expansión?

El jefe del BCE, Draghi, por su parte, nunca ha abordado el tema de la inflación de activos. Nunca ha tenido que responder una pregunta seria sobre el tema en sus tediosas conferencias de prensa o audiencias ante el Parlamento Europeo. Aun así, el Jefe no ha podido eludir totalmente una discusión pública que revela indirectamente algunos de los peligros de las tasas de cero y negativas en este presente ciclo. Sus colegas oficiales también han comentado.

El tema: una diferencia clave entre cómo el BCE, por un lado, y el Banco de Japón (BdJ) más el Banco Nacional de Suiza (BNS), por otro lado, han estado administrando una política de tasas de interés negativas en este ciclo.

El poderoso lobby bancario en Alemania ha estado preguntando por qué el BCE no copia al BNS y al BoJ en solo cobrar a los bancos tipos negativos en una porción marginal de sus depósitos en el banco central en lugar de la totalidad.

El jefe Draghi no ha proporcionado una respuesta directa o franca, pero admite que el tema está «bajo revisión». Su reticencia alude a algunos de los motivos perturbadores detrás de las políticas de tipos negativos.

Al descifrar por qué el BCE está administrando la política de tipos negativos de manera severa con respecto a los bancos que son lujosos con reservas, comencemos por identificar qué propósito común podría lograr con el BdJ y el BNS manteniendo un toque más ligero (imponiendo tipos negativos solo en una pequeña porción marginal de depósitos colocados en el banco central por sus bancos miembros).

Este objetivo común es la manipulación de la moneda.

El dinero nacional (o el dinero de la unión en el caso del euro) se deprecia a medida que una fuga de capitales se produce a partir de activos de tipo negativo. No todos son iguales en este vuelo. Los bancos buscan proteger a sus clientes domésticos regulares de tipos negativos. Transfieren el costo de la tarifa de tipo negativo en sus reservas solo a los depositantes mayoristas

y extranjeros, también teniendo en cuenta las tasas de retorno exprimibles que se pueden obtener en sus otros activos, incluidos los préstamos y los bonos gubernamentales a corto plazo.

En efecto, el régimen de tipos negativos funciona en parte como un sistema de restricciones cambiarias que impone sanciones a las entradas extranjeras en el mercado monetario interno.

Los bancos alemanes están más estresados al proteger a sus depositantes de tipos negativos que a sus homólogos suizos y japoneses, dado el duro trato del BCE. En consecuencia, el refugio que ofrecen es menos amplio y profundo y los accionistas de los bancos tienen que pagar más por su provisión a través de la disminución de las ganancias.

¿Por qué el jefe Draghi no cede? Porque eso significaría menos subsidio para los bancos italianos, ¡estúpido! El BCE aprovecha la tarifa de tipo negativo que cobra a los depósitos (y los bancos alemanes son el principal acreedor neto del sistema euro, lo que refleja el enorme superávit de ahorro alemán) para otorgar préstamos subsidiados principalmente a los bancos italianos.

Si el jefe del BCE, Draghi, solo persiguiera la manipulación de la moneda, sí, podría complacer al lobby del banco alemán (y al Bundesbank que aboga por ellos). Pero él tiene este segundo propósito en mente. De ahí la prevaricación.

En última instancia, estas consecuencias de transferencia de tipos negativos dentro de Europa (principalmente de Alemania a Italia) no son asunto de nadie más, incluida la Administración Trump. Los votantes alemanes deben tener su opinión. El aspecto de preocupación para los Estados Unidos es la manipulación de la moneda.

El remedio más directo sería que el Tesoro de los Estados Unidos agregue una política de tipo negativo y cero a su lista de pruebas en cuanto a si un gobierno extranjero está llevando a cabo la manipulación de la moneda. Además, EEUU podría

usar su considerable influencia en el FMI, a pesar de su director gerente francés, para hacer de la política de tipo negativo y cero una actividad sospechosa inconsistente con el objetivo de erradicar la política de mendicidad y vecinos.

No hay absolutamente ninguna posibilidad de que la administración de Trump tome ninguno de los dos pasos. La prohibición de tipos negativos en Japón y Europa podría precipitar el paso de la actual inflación de activos a su fase final de crisis antes de las elecciones del 2020. Es mucho mejor concentrarse en la acción directa para reducir los efectos negativos en el comercio de Estados Unidos de la manipulación de la moneda.

4

# La cruzada de los bancos centrales contra el riesgo

## por Thorsten Polleit

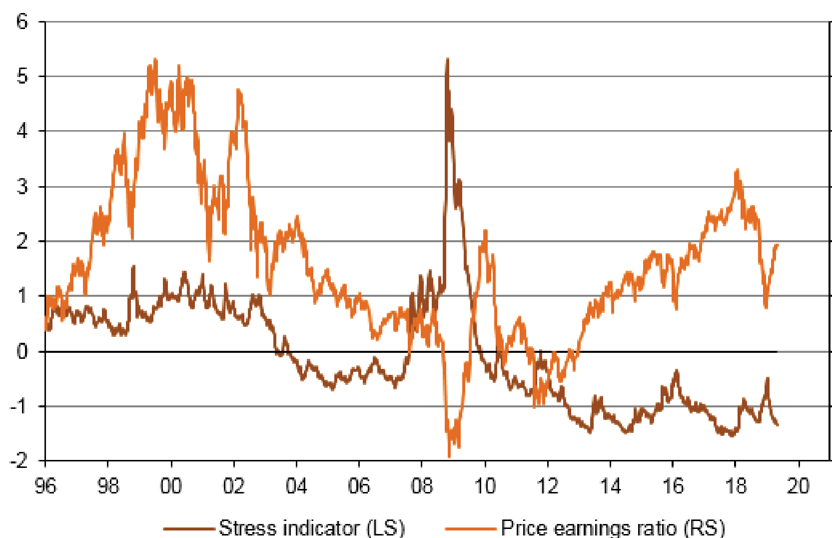
Desde la última crisis en 2008/2009, los bancos centrales de todo el mundo han estado haciendo todo lo posible por expulsar los riesgos de los mercados financieros. Al bajar los tipos de interés, fijarlas en niveles extremadamente bajos o emitir más crédito y dinero, los responsables de la política monetaria se aseguran de que los prestatarios en dificultades se mantengan a flote. De hecho, los bancos centrales han puesto una «red de seguridad» bajo las economías y los mercados financieros en particular. Al parecer, esta medida ha funcionado con bastante eficacia en los últimos diez años aproximadamente.

Los inversores ya no temen que los grandes prestatarios —ya sean grandes gobiernos o grandes bancos y grandes empresas— podría incurrir en impagos, como lo demuestra el entorno de bajos diferenciales de crédito. La liquidez en todos los segmentos importantes del mercado crediticio es alta, y los prestatarios no experimentan problemas para renovar su deuda vencida. Además, las valoraciones de los mercados bursátiles

Thorsten Polleit, «La cruzada de los bancos centrales contra el riesgo,» *Mises Wire* (mayo 15, 2019).

han seguido aumentando, apoyadas de forma significativa por la facilidad de la política monetaria de los bancos centrales. Porque los bajos tipos de interés ayudan a impulsar al alza los precios de las acciones y sus niveles de valoración.

La supresión artificial de los tipos de interés conduce a un aumento del valor actual de los beneficios futuros descontados de las empresas. Además, el descenso de los costes del crédito tiende a aumentar los beneficios empresariales, lo que también estimula las cotizaciones bursátiles y sus valoraciones. No menos importante, el régimen de tipos de interés bajos ha provocado una reducción de los costes de capital de las empresas, fomentando una mayor actividad inversora, lo que está alimentando el optimismo de los inversores y alimentando un mercado bursátil próspero.




Source: Thomson Financial; graphic by Degussa.

Como medida de la percepción del riesgo, el gráfico 1 muestra un «indicador de estrés de los mercados financieros», junto con la relación precio-beneficio (PB) del mercado bursátil estadounidense. Si echamos un vistazo a la serie, podemos ver fácilmente que, desde alrededor de 2009, el ratio PB ha aumentado considerablemente, mientras que la percepción del riesgo, medida por el indicador de estrés de los mercados financieros, ha descendido sustancialmente y se ha mantenido en niveles relativamente bajos desde mediados de 2014. El mensaje de la carta es, por lo tanto: El riesgo baja, las valoraciones de las acciones suben.

Por supuesto, no hay nada de malo en esta evolución per se, si no es por el hecho de que la disminución de la percepción del riesgo no se produce de forma natural, sino que ha sido orquestada por las numerosas intervenciones de los bancos centrales en el sistema crediticio y financiero. En particular, al reducir artificialmente los tipos de interés del mercado, los bancos centrales han desencadenado un «auge» que produce datos oficiales (sobre el PIB, la inversión, el empleo, etc.), pero que, lamentablemente, se basa en arenas movedizas.

El auge sólo continuará si y cuando los tipos de interés del mercado se mantengan en niveles suprimidos, o se reduzcan aún más. Porque si los tipos de interés subieran, varias inversiones resultarían no rentables; los préstamos no serían rentables; los bancos acumularían pérdidas y controlarían su oferta de crédito; el desempleo aumentaría; y así sucesivamente. En otras palabras: Unos tipos de interés más altos convertirían el auge en declive, ya que en realidad colapsarían la estructura de producción y empleo que ha sido alimentada por una política de tipos de interés extremadamente bajos.

Esta es la razón por la que es más probable que los bancos centrales continúen con su «cruzada contra el riesgo». Es decir, es muy probable que mantengan sus tipos de interés en los actuales niveles bajos durante mucho tiempo o que, cuando aún sea

posible, los reduzcan aún más. ¿Por cuánto tiempo puede continuar esto? Presumiblemente nadie lo sabe con seguridad. Al menos sobre una base científica, es imposible predecir cuándo llegará la crisis, cuándo el auge actual se convertirá en declive. Puede que sea un trago amargo, pero va mucho más allá de la ciencia de la economía hacer tales predicciones.

Sin embargo, en vista de que los bancos centrales han tomado efectivamente el control total del mercado crediticio, lo más probable es que el auge se prolongue más de lo que muchos observadores sospechan. Porque si los bancos centrales logran controlar los tipos de interés del mercado, se desactiva de hecho un mecanismo de corrección muy importante que podría convertir el auge en declive —y es decir, el retorno de los tipos de interés del mercado a los «niveles normales»—; la cruzada de los bancos centrales contra el riesgo resulta ser realmente endiabladamente eficaz.

Por supuesto: Al eliminar las preocupaciones de riesgo de los inversores —en forma, por ejemplo, de riesgo de impago, de liquidez, de reinversión y de riesgos a plazo—, los bancos centrales ejercen enormes efectos distorsionadores, que se suman claramente a las distorsiones resultantes de una reducción de los tipos de interés oficiales de los bancos centrales. No sólo los activos financieros son cada vez más mal valorados. Los bienes de capital y todo tipo de precios de los productos básicos también se ven fuertemente distorsionados (ya que estos bienes se valoran de acuerdo con su producto de valor marginal descontado).

Si los bancos centrales se salen con la suya con sus políticas monetarias actuales, entonces se fabricará la mayor distorsión económica y financiera que el mundo haya visto jamás: mala inversión, burbujas de precios y sobreapalancamiento a una escala verdaderamente épica, acompañado de una disminución del poder adquisitivo de las monedas implicadas. Un escenario plausible a corto plazo: Los principales bancos

centrales de todo el mundo se han unido en un esfuerzo por mantener el actual auge, y no cabe duda de que harán lo que sea necesario para lograrlo.

El escenario negativo extremo, si es que se produce, es sin duda muy desagradable. En palabras de Ludwig von Mises (1881-1973), así es::

> No hay forma de evitar el colapso final de un auge provocado por la expansión del crédito. La alternativa es sólo si la crisis debería llegar antes como resultado de un abandono voluntario de la expansión del crédito, o más tarde como una catástrofe final y total del sistema monetario involucrado.[1]

Afortunadamente, el futuro del hombre no está predeterminado, como el materialismo dialéctico marxista quiere que la gente crea. Por el contrario. Las ideas y acciones del hombre conforman su futuro; el fatalismo es lógicamente incompatible con su naturaleza. Dicho esto, tenemos buenas razones para ponernos de parte de Hans F. Sennholz (1922-2007), quien señaló: «Siempre tenemos la esperanza de que, al final, la razón y la virtud prevalecerán sobre el error y el mal».[2] De ninguna manera es una simplificación excesiva decir aquí que el problema monetario en este mundo puede ser resuelto fácilmente.

El paso clave sería abrir un mercado libre para el dinero: es decir, permitir que surja un sistema en el que las personas puedan decidir libremente qué tipo de dinero desean utilizar. La gente ya no se vería obligada a utilizar las monedas monopolizadas de los bancos centrales, y los bancos centrales ya no podrían abusar del poder del monopolio para satisfacer las necesidades de, digamos, el Estado profundo y las grandes

[1]Ludwig von Mises, *La acción humana* (1998), p. 570.
[2]H.F. Sennholz (1979), *Age of Inflation*, pág. 178.

empresas, lo que, por supuesto, va en detrimento de la mayoría de la población.

Un libre mercado de dinero también tendría el potencial de mitigar la gravedad de la crisis económica, financiera y social que el actual sistema monetario nos depara a todos.

# 5

# Los fantasmas de los bancos quebrados han vuelto

## por Alasdair Macleod

Recientemente, algo inusual sucedió: en lugar de los acuerdos de recompra inversa más normales, la Reserva Federal aumentó sus acuerdos de recompra (repos).

Para evitar dudas, una repos inversa de la Reserva Federal implica que la Reserva Federal tome dinero prestado de los bancos comerciales, garantizado por garantías mantenidas en su balance, normalmente bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Los repos inversos retiran liquidez del sistema bancario. Con una operación repo, ocurre lo contrario: la Reserva Federal recibe garantías del sistema bancario y presta dinero contra las garantías, inyectando liquidez en el sistema. El uso de las adquisiciones temporales puede considerarse como la principal herramienta de gestión de la liquidez de la Reserva Federal cuando los bancos tienen reservas sustanciales estacionadas con la Reserva Federal, como es el caso hoy en día.

Después de haber inflado su balance tras la crisis de Lehman comprando bonos del Tesoro de EEUU, aumentando así las reservas bancarias, a partir de 2011 la Reserva Federal comenzó a aumentar su posición de repos inversa hasta 2017.

Alasdair Macleod, «Los fantasmas de los bancos quebrados han vuelto,» *Mises Wire* (12 octubre 2019).

En otras palabras, estaba sacando liquidez del sistema bancario, habiendo inyectado previamente cantidades masivas de la misma mediante medidas de alivio cuantitativo tras la crisis de Lehman. Desde principios de 2017 hasta octubre de 2018, los repos en circulación se redujeron a la mitad, lo que implicaba que se estaba añadiendo liquidez. Desde entonces han aumentado aproximadamente la mitad, hasta alcanzar los 325.000 millones de dólares, lo que ha reducido la liquidez.[1]

Lo que asustó a los analistas del mercado fue el inesperado aumento del tipo de interés de las operaciones repo, que el martes 17 de septiembre saltó repentinamente desde el nivel del viernes anterior del 2,19% hasta el 10%. Al escalar su posición en repos, la Reserva Federal le siguió una inyección de liquidez selectiva mientras luchaba por mantener el control sobre el tipo de repos, llevando sus repos en circulación de menos de 20.000 millones de dólares a 53.000 millones de dólares. Al día siguiente, la Reserva Federal redujo las tasas de interés de referencia a 1.75-2.0%.

El miércoles 18 de septiembre, la posición de repos de la Reserva Federal volvió a aumentar de 53.000 millones de dólares a 75.000 millones de dólares. Además, el jueves y el viernes, respectivamente, la posición de repos de la Reserva Federal se mantuvo elevada, alcanzando los 105.000 millones de dólares el pasado lunes. Curiosamente, el Libor del dólar a un día descendió ligeramente, en línea con la reducción del tipo de interés de los fondos federales, aparentemente sin verse afectado por los tipos de interés más altos de las cesiones temporales en los Estados Unidos, lo que confirma que se trata de un problema específico de los Estados Unidos que afecta a los grandes bancos.

[1]Ver la Publicación Estadística de la Reserva Federal H.4.1, Factores que afectan los saldos de la reserva: para obtener la información más reciente sobre los repos y los repos reversados.

Ha habido una serie de explicaciones por parte de expertos comentaristas sobre por qué se disparó el tipo de interés de las repos, ninguna de ellas satisfactoria. Recuerda al Versículo 29 del Rubaiyat de Fitzgerald de Omar Khayyam:

> «Yo mismo, cuando era joven, frecuentaba con
> impaciencia
> Al doctor y al santo, y escuché un gran argumento
> Sobre aquello y sobre eso; pero mucho más
> Salió por la misma puerta por la que entré yo.»

En cambio, tengo la firme sospecha de que estamos viendo los fantasmas de las quiebras de bancos en el pasado, la más reciente en el Reino Unido, la lamentable historia de Northern Rock que he observado de cerca. Para los lectores no británicos, un breve recordatorio: como banco con licencia, Northern Rock era un prestamista hipotecario que entró en dificultades en septiembre de 2007, antes de ser nacionalizado en febrero siguiente. Una carrera anticuada con clientes haciendo cola fuera de sus sucursales buscando retirar sus depósitos había alertado al público en general sobre los problemas de Northern Rock. No pudo acceder a los mercados monetarios mayoristas porque otros bancos no estaban dispuestos a concederle préstamos sin colateralización.

El establecimiento no entendió el punto. Como escribió Gillian Tett en el *Financial Times* en ese momento, había una creciente preocupación sobre cómo estaba operando Libor. Había una creciente divergencia en las tasas que los diferentes bancos estaban cotizando en las diversas monedas que cotizan en Libor, discriminando a los prestatarios más pequeños (en realidad, una indicación de un creciente riesgo de contraparte, no un supuesto fracaso de Libor). Además, los bancos más grandes estaban reduciendo su exposición al Libor al obtener fondos de las operaciones de tesorería de las grandes empresas

y al utilizar el mercado de repos en desarrollo (que está colateralizado, a diferencia del Libor, lo que es un indicio más de la creciente preocupación sistémica) para mantener sus saldos a un día en su lugar.

Recuerdo vívidamente haber estado en la oficina de RP Martin (entonces un corredor de bolsa líder - ahora parte de BGC Partners) en diciembre de ese año, cuando todas las ofertas de Libor desaparecieron misteriosamente, dejando a los prestatarios varados. Habiendo esperado durante algún tiempo que la burbuja del crédito llegara a un punto crítico y estallara, lo tomé como una señal significativa de una crisis en desarrollo.

En febrero siguiente, Northern Rock, que había dependido de los mercados monetarios para su financiación, se derrumbó y fue nacionalizada por el gobierno, a lo que siguió la gran crisis financiera.

¿Podría ser que el fracaso de las repos, erróneamente similar, sea el fantasma de Northern Rock que regresa para atormentarnos en Nueva York? Si es así, ahora tenemos una burbuja de crédito mucho más grande que explotar, y las cifras en el mercado de repos están en decenas de miles de millones, en lugar de decenas de millones. Esta vez es quizás menos obvio para el público en general, porque las antiguas operaciones bancarias públicas son probablemente cosa del pasado.

La crisis que se avecinaba en 2007 se atribuyó a los préstamos inmobiliarios residenciales y mentirosos en Estados Unidos, titulizados en obligaciones de deuda garantizadas (CDO), rebanados y cortados en cubos para que parecieran tramos sin riesgo para los inversores, mientras que el riesgo fue empujado a tramos más pequeños de acciones y mezzanine, retenidos por los patrocinadores. Si tenemos un desempeño repetido de eso, es probable que involucre al sucesor de las CDOs, las obligaciones de préstamo garantizadas (CLOs). Hacen más o menos lo mismo, pero con deuda corporativa de baja calidad.

Por este motivo, debemos tener en cuenta los problemas del mercado de repos y no descartarlo como algo aislado. La razón de su fracaso tiene poco que ver, como algunos comentaristas han sugerido, con una escasez general de liquidez. Este argumento se ve cuestionado por el aumento de los repos de la Reserva Federal de 230.000 millones de dólares en octubre de 2018 a 325.000 millones de dólares el 18 de septiembre, que no se habrían llevado a cabo si hubiera habido una escasez general de liquidez. Más bien, parece ser un problema sistémico; otro Northern Rock, pero mucho más grande. Hoy en día llamamos a este evento un cisne negro.

## ¿Qué es la roca septentrional de hoy en día — o es un anstalt de crédito?

No podemos descartar la posibilidad de que un gran banco no estadounidense que opera a través de una filial con licencia estadounidense sea percibido por sus homólogos como demasiado arriesgado como contraparte. En este caso, el candidato más probable es el Deutsche Bank, que puede necesitar una importante reposición de liquidez para los depósitos en fuga, tras haber concluido la venta de su corretaje principal a BNP. Una cosa es eliminar un negocio del lado de los activos del balance de un banco, y otra cosa es asegurar los depósitos mucho más grandes que lo acompañan.

El pasado mes de julio, Bloomberg informó que cuando se propuso por primera vez el acuerdo con BNP, los clientes del Deutsche Bank sacaban mil millones de dólares cada día. Presumiblemente, esto era manejable, con suficiente liquidez en el lado de los activos del muy amplio balance del Deutsche Bank para resolver cualquier dificultad, y tenía acceso al mercado de repos de Estados Unidos.

Coincidiendo con los acontecimientos actuales, el acuerdo con el BNP fue finalmente firmado y anunciado el lunes

pasado, aunque la semana pasada se habría conocido en los círculos bancarios de Nueva York cuando surgieron las dificultades en el mercado de repos. Además, es casi seguro que a los grandes depositantes se les habría hecho saber de antemano el momento oportuno en un esfuerzo por mantenerlos al margen, y es posible que algunos de ellos hayan optado por retirar simplemente sus depósitos.

Las sumas involucradas podrían ser fácilmente lo suficientemente grandes como para casarse con el apoyo proporcionado por la Reserva Federal a través del aumento de su exposición a las repos. Además, no podemos descartar la posibilidad de que el problema se extienda a los SVT estadounidenses de otros bancos extranjeros, incluido el propio BNP.

En comparación, el lapso de tiempo entre el fracaso del mercado Libor y la nacionalización de Northern Rock fue inferior a dos meses. No podemos saber con certeza si los problemas en el mercado estadounidense de repos y las dificultades evidentes a las que se enfrenta el Deutsche Bank están definitivamente vinculados, por no hablar de si son comparables en términos de tiempo y resultados a la experiencia de Northern Rock. Pero los bancos, los fondos de cobertura y los operadores de ETF sintéticos estarán atentos.

Los ETFs sintéticos se componen de efectivo, casi efectivo y bonos (que se supone que son líquidos pero a menudo no lo son), al tiempo que igualan su rendimiento de precios a un índice a través de derivados. Habiendo crecido a un total estimado de 4 billones de dólares, a través de los ETFs sintéticos, la industria ha acumulado cantidades sustanciales de efectivo, depósitos bancarios y casi efectivo en grandes bancos con los principales concesionarios.

Si los problemas con los repos aumentan, existe el peligro de que el sector de la gestión de inversiones empiece a retirar estos fondos de los bancos que se considera que tienen un riesgo operativo y de contrapartida cada vez mayor, con consecuencias

potencialmente devastadoras para todas las partes implicadas. Los cínicos han pensado durante mucho tiempo que la industria de ETFs terminaría en un desastre para los inversores, sin tener una explicación convincente de cómo sucedería. Quizás ahora estamos empezando a ver pruebas tempranas que apuntan a la finalización del fenómeno de la ETF y, por lo tanto, a ser capaces de anticipar los efectos en cadena en los mercados financieros y de derivados en general.

Volviendo al tema de las relaciones bancarias, una comparación más preocupante entre Deutsche Bank y el episodio de Northern Rock podría ser la crisis de Credit-Anstalt de mayo de 1931. Era el mayor banco de Austria, al igual que Deutsche es el mayor de Alemania, un país mucho más grande con una economía más importante. Luego en Austria y hoy en día en Alemania, las economías europeas se inclinaban hacia la recesión, forzando grandes pérdidas en sus bancos. Tras la crisis de 1931, en pocos meses no sólo Austria sino también otros países europeos sufrieron dificultades financieras, el patrón de cambio del oro comenzó a desintegrarse, y el flujo internacional de bienes se vio interrumpido por el creciente proteccionismo mientras los gobiernos trataban de cerrar las escotillas.

La fuga de acreedores extranjeros provocada por estos acontecimientos convirtió rápidamente una crisis grave en un país menor en una crisis grave para toda Europa y más allá. Hoy, si el mismo destino le ocurriera a Deutsche Bank, no sólo sería a una escala mucho mayor, sino que se plantea la cuestión adicional del valor nocional bruto de su libro de derivados de casi 50 billones de dólares y el futuro del propio euro. ¿No es de extrañar, si Deutsche está realmente en el centro de la crisis de repos de la semana pasada, que otros grandes bancos hayan decidido dar un paso atrás y se hayan negado a aceptar sus garantías en una operación de repos?

Los otros grandes bancos parecen haber abandonado la Reserva Federal para recoger las piezas y hacerse cargo del

mercado de repos. Otro problema potencial es China, ya que el *Financial Times* informó hace tan sólo once días que los grupos chinos están perdiendo 40.000 millones de dólares en activos globales, con un subtítulo que advierte que las desinversiones de EEUU se están disparando.[2] Luego está la inesperada escalada de las necesidades de financiación nacional a la que se enfrenta Arabia Saudita tras el ataque a sus instalaciones de refinado de petróleo, que casi con toda seguridad se cubrirán con la venta de saldos en dólares en Nueva York.

Esto confirma que algunos de los problemas de liquidez expuestos por el mercado de repos pueden deberse a una reducción de los saldos en dólares tanto por parte de las empresas extranjeras como de los gobiernos, en contra de la creencia generalizada de que, en una crisis, los extranjeros deberían esforzarse por comprar dólares. Podría arrojar una luz inesperada sobre los bancos estadounidenses, incluidos los de propiedad extranjera, con conexiones directas e indirectas con China y Arabia Saudita. Aunque como se menciona más adelante, con 307.900 millones de dólares retirados en el año hasta julio, los retiros extranjeros parecen ser un problema más generalizado que el expuesto por los acontecimientos actuales. El hecho de que se trate de la principal fuerza detrás de la crisis de las repos debería considerarse a la luz de la evolución del dólar en los mercados de divisas, que se ha mantenido notablemente estable en las últimas semanas.

## Los préstamos garantizados y apalancados pueden ser los siguientes

El curso de una crisis crediticia a menudo comienza con una conmoción inicial seguida por el descubrimiento de problemas

[2]https://www.ft.com/content/a35b86a4-d772-11e9-8f9b-77216ebe1f17

más profundos. Casi todo el mundo se sorprende de la conmoción inicial, sin darse cuenta de su importancia como señal de un cambio en las actitudes de los banqueros ante el riesgo. La expresión de razones puramente técnicas para la perturbación del mercado de repos parte de la base de que lo que antes se conocía sigue siendo válido y que no hay otros factores implicados; se trata simplemente de un error de juicio de las autoridades en la gestión de los mercados. Es probable que esto sea un error porque los mercados son dinámicos, y podemos identificar tres razones distintas por las que nadie debería ser complaciente:

1. Una desaceleración de la economía estadounidense, que aún no se ha reflejado en las estadísticas retrospectivas, conduce a una reducción de los niveles de efectivo de las empresas y a una reducción del crédito renovable para financiar la acumulación de existencias. Es posible que los bancos estadounidenses ya estén viendo pruebas de ello en algunos sectores.

2. Ha habido una reducción en los saldos en dólares de las empresas extranjeras y de los gobiernos mantenidos a través de bancos corresponsales (tenga en cuenta que en los doce meses hasta julio de 2019, se han producido retiros netos de 307.900 millones de dólares[3]). Los banqueros habrán asumido que se trata de un fenómeno temporal, dada la situación de reserva del dólar. Esa esperanza se está disipando ahora.

3. Los bancos estadounidenses se están volviendo más cautelosos ante el riesgo de contraparte en los mercados monetarios mayoristas en general.

[3]Vea la Línea 29 de la tabla en https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm777

Tras la actual interrupción de las repos, es probable que una combinación de las tres lleve a un cambio en el pensamiento de los banqueros comerciales, y que las dos primeras impulsen la tercera. En cuanto a si el problema se considera temporal o suena como una señal de alarma grave, tenemos que profundizar más en el negocio de los préstamos marginales, que podría llevar a los bancos a una crisis colectiva, incluso si el problema inmediato de las repos cesa. Un candidato obvio son las OCE y los préstamos apalancados no colateralizados.

La exposición al dólar representa la mitad de todos los préstamos apalancados del sistema financiero estadounidense, por lo que el tamaño total del mercado de préstamos apalancados de EEUU se aproxima a los 2,4 billones de dólares, lo que se compara con el valor contable del capital social total de los bancos comerciales en EEUU de 1,95 billones de dólares.[4] Mientras que la exposición bancaria directa a las OCE se estima en sólo 250.000 millones de dólares, están obligados a tener la mayor parte del resto del mercado de préstamos apalancados, lo que les da una exposición total de hasta 1,5 billones de dólares sin que se tenga en cuenta la exposición indirecta. La mayor parte del capital propio de los bancos estadounidenses está, por tanto, en riesgo.

Con o sin garantía, los préstamos apalancados son préstamos bancarios a corporaciones altamente endeudadas con altos costos de servicio de intereses apenas cubiertos por las utilidades, y en su mayoría calificados con una calificación inferior a grado de inversión. En una recesión económica, estos son los primeros negocios en quebrar, y el BPI ya ha informado de que la calidad de los activos subyacentes se está deteriorando. Además, a medida que los tipos de interés y el rendimiento de los bonos a nivel mundial han caído hacia y en territorio nega-

[4]Véase la revisión trimestral del BPI en las páginas 11-14: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1909.pdf

tivo, ha aumentado la demanda de OCE de mayor rendimiento y ha disminuido la calidad subyacente. El ratio deuda/beneficios de los prestatarios apalancados titulizados en CLO ha aumentado y las CLO sin compromisos de mantenimiento han pasado del 20% en 2012 al 80% en 2018.

En su informe, el BPI advierte de la existencia de efectos colaterales adicionales que podrían derivarse de las perturbaciones de la liquidez del mercado, afirmación que resulta especialmente acertada si se tiene en cuenta la actual perturbación del mercado de repos. Dada la participación de los fondos de cobertura, los fondos mutuos de renta fija y los fondos de préstamos bancarios, cuando el ciclo crediticio haya cambiado de forma más evidente, es casi seguro que habrá una prisa por vender estas CLO, lo que probablemente dará lugar a ventas en cascada con el potencial de pérdidas en cascada de la misma manera que se vio con las CDOs de propiedades residenciales hace once años.

Consideremos, por un momento, la posición de un típico gran banco estadounidense y las cambiantes motivaciones comerciales de sus directores. Tras la crisis de Lehman, los márgenes de préstamo a las sociedades no financieras nunca compensaron realmente el riesgo de conceder crédito a nada más que a las grandes empresas y a los consumidores dispuestos a pagar los tipos de interés de las tarjetas de crédito. A medida que la economía se recuperaba gradualmente, los préstamos a los prestatarios con grado de inversión aumentaron. Junto con los rendimientos más altos y con una calificación AAA adjunta, los préstamos a los prestatarios con grado de subinversión se volvieron cada vez más disponibles a través de las OCE. Una vez que se rompió el hielo de las OCE, se obtuvieron mejores rendimientos mediante préstamos directos a los prestatarios con grado de subinversión, siendo la clave la mejora de las perspectivas económicas que sustentan los ingresos de los prestatarios. Además, los competidores del banco también estaban

asignando cantidades cada vez mayores de crédito a prestatarios de este tipo, por lo que es casi imposible que nuestro típico gran banco no los siga.

Hasta ahora, todos los préstamos parecen ajustarse a los criterios de riesgo del banco, suponiendo, por supuesto, que las perspectivas económicas están mejorando. En el momento en que se detenga, los directores del banco se sentirán expuestos y tratarán de contener, para luego reducir su exposición al riesgo de crédito. A este respecto, el cambio en la política de tipos de interés de la Reserva Federal es la señal más clara de una desaceleración económica y hace sonar la campana sobre la solidez de las hipótesis crediticias. Esto también incluye consideraciones de riesgo sistémico, es decir, el riesgo de prestar dinero a otros bancos e instituciones financieras que se consideran expuestos tanto a las OCE como a otros préstamos apalancados.

Como con toda la humanidad, la rápida transposición de la codicia al miedo también aflige a los banqueros. En todo caso, dado su estrecho pensamiento de grupo, es especialmente agudo, y se convierte en una moneda de diez centavos. La expectativa de que la Reserva Federal vaya a recortar sus tipos de interés podría actuar como un catalizador del miedo, en lugar de dejar de preocuparse por las perspectivas de los márgenes de crédito. Y los banqueros tienen buenas razones para estar muy preocupados cuando prestan atención a la geopolítica, a las perspectivas económicas mundiales y nacionales y a la creciente amenaza de tipos de interés negativos. Y aquí, las noticias no son alentadoras.

## Geopolítica y destrucción del comercio mundial

Cuando el Presidente Trump se embarcó en una política de penalizar a China con aranceles, la suposición general en los mercados financieros fue que se lograría un acuerdo en poco

tiempo. Por el contrario, la situación se ha deteriorado y, de manera realista, no se encuentra ni mucho menos cerca de su resolución. El efecto del conflicto comercial no sólo ha sido perjudicial para ambas partes, sino que también ha provocado daños colaterales.

Alemania, cuyo mercado de más rápido crecimiento fue China, ha entrado en recesión, y el índice de directores de compras del pasado lunes se titulaba «simplemente horrible». El hecho de que Alemania sea la locomotora que arrastra a todos los demás miembros de la Eurozona ya está provocando una mayor preocupación por las perspectivas de la Eurozona y la reanudación de las compras de activos por parte del BCE (flexibilización cuantitativa) está prevista para el mes de noviembre. También son muy malas noticias para la comunidad bancaria alemana, representada en Nueva York por el *Deutsche Bank*.

Sin duda, los bancos estadounidenses serán cada vez más conscientes del impacto negativo de los aranceles de Trump en el comercio internacional a través de las demandas de crédito de sus clientes. Ahora ven a Estados Unidos a la deriva hacia un nuevo conflicto en Oriente Medio contra Irán. La producción de petróleo de Arabia Saudita ha sido golpeada por aviones no tripulados y misiles, supuestamente de Irán, y el precio del petróleo podría aumentar sustancialmente como resultado de ello. Incluso podría arrastrar a Rusia y a China a un conflicto. Hong Kong ha quedado paralizado por los disturbios, y China sospecha de la provocación estadounidense.

Claramente, el conflicto entre Estados Unidos y China se ha intensificado mucho más allá de los aranceles, lo que dificulta la visualización de cómo se puede corregir el daño al comercio mundial. Por lo tanto, las perspectivas económicas se deteriorarán aún más, y no se vislumbra el fin de las mismas. Desde el punto de vista de un banquero, una recesión global es la mayor amenaza para su negocio como intermediario financiero entre

los prestatarios en quiebra y los depositantes nerviosos. Sólo puede sobrevivir si toma medidas anticipadas para evitar pérdidas potenciales.

Algunos banqueros se habrán aferrado a la esperanza de que la Reserva Federal, al reducir los tipos de interés y, si es necesario, al reintroducir la relajación cuantitativa, rescatará a la economía estadounidense de la recesión y de que se reanude el crecimiento económico. Sin duda, este es el consejo que los economistas internos están dando a la gerencia, que no están familiarizados con la dinámica destructiva actual de las tarifas que se combina con un ciclo de crédito en fase tardía que está fallando. Estas condiciones se vieron por última vez en 1929, cuando las tarifas de Smoot-Hawley coincidieron con el final de una larga fase de expansión del crédito. Sin embargo, hay poca evidencia estadística hasta ahora de que la economía de los EEUU. Se enfrenta a algo más que una pausa en el crecimiento económico, razón por la cual las cotizaciones bursátiles y otros activos garantizados han mantenido sus valores.

La realidad es que una crisis crediticia no puede evitarse, sólo aplazarse. También es difícil ver cómo la reducción de los tipos de interés cero con respecto a los niveles actuales puede ser suficiente para rescatar a los mercados que, sobre la base de las pruebas del mercado de repos, están empezando a valorar el creciente riesgo de contraparte en los préstamos interbancarios. La experiencia reciente y los modelos de los bancos centrales sugieren que los tipos de interés del dólar deberían reducirse por lo menos en un 4% o un 5% para estabilizar la situación, lo que los situaría en una posición muy negativa. Y en cuanto a los tipos negativos, no hay ningún desarrollo que pueda llevar a los depositantes hacia el oro, la plata y otros medios de comunicación para escapar de la imposición de tipos negativos sobre los depósitos.

## Los resultados y su ritmo

Después de haber sido advertidos de que no todo está bien en Repolandia, los banqueros más previsores comenzarán a prever los riesgos que esta realidad traerá. Se espera que el Deutsche Bank no sufra un destino similar al del *Credit-Anstalt* austriaco en 1931, con las consecuencias que ello acarreó, pero no se puede descartar la posibilidad, dado que Alemania ya está en recesión y las perspectivas para sus bancos debilitados y subcapitalizados son extremadamente sombrías.

Siendo así, no sólo se está gestando una nueva crisis bancaria, para la que el problema de las repos sirve de alerta temprana, sino que podría escalar con bastante rapidez. Dado el replanteamiento que debe tener lugar en las salas de juntas de los principales bancos estadounidenses, los banqueros tendrán en cuenta no sólo su exposición a Deutsche, sino también las implicaciones de su mayor exposición crediticia a otras contrapartes estadounidenses, en particular a las que son propiedad de bancos extranjeros.

Comprender que habrá una transición de actitudes de invertir en OCE y préstamos apalancados a una preocupación por su solidez es la clave para darse cuenta de cómo evoluciona una crisis crediticia. Esta vez, además de una montaña de contratos de derivados, existe el problema adicional de los ETFs sintéticos, muchos de los cuales están patrocinados y gestionados por el mismo banco. Por ejemplo, el Deutsche Bank controla 42 ETFs sólo en el mercado estadounidense, por valor de 14.600 millones de dólares, todos los cuales parecen ser sintéticos.

Suponiendo que este análisis sea correcto, es probable que la Reserva Federal no pueda hacer mucho más que reaccionar ante los acontecimientos. Como todos los bancos centrales, la Reserva Federal se basa en modelos que no pueden incorporar las actitudes cambiantes de los participantes en el mercado.

Imagínense, si la Reserva Federal detectara una crisis en desarrollo por adelantado y llamara a los principales banqueros en un esfuerzo por conseguir que ayuden a estabilizar la situación, probablemente saldrían de la reunión con la clara impresión de que las cosas son peores de lo que pensaban, y su claro deber para con sus accionistas es liquidar todas las posiciones en riesgo.

Si se necesitaron dos meses entre la congelación del Libor en diciembre de 2007 y el rescate de Northern Rock por parte del gobierno del Reino Unido y si ese momento se repite hoy, se producirá una nueva crisis bancaria en noviembre. Fácilmente podría llevar más tiempo materializarse, pero no hay garantía de que no vaya a escalar aún más rápido que eso.

6

# 7 razones por las que los bancos europeos tienen problemas

### por Philipp Bagus

Aunque la crisis del euro parezca lejana al tener todos los países de la Eurozona déficits públicos por debajo del 3% del PIB, hay un problema para el euro que sigue creciendo silenciosamente: la crisis bancaria no resuelta. No es un problema menor. Los balances del Eurosistema y los bancos del euro totalizaron 30 billones de euros en enero de 2018, lo que es aproximadamente un 291% del PIB.

Los bancos europeos tienen problemas por diversas razones.

Primero, la regulación bancaria se ha vuelto más dura después de la crisis financiera. Como consecuencia, los costes regulatorios y de cumplimiento han aumentado sustancialmente. Hoy los bancos tienen que atender requerimientos de las autoridades nacionales, la Autoridad Bancaria Europea, el Mecanismo Supervisor Único, la Autoridad Europea de Valores y Mercados y los bancos centrales nacionales. Siendo actualmente ya un asombroso 4% del ingreso total, los costes de cumplimiento se espera que aumenten al 10% del ingreso total en 2022.

Philipp Bagus, «7 razones por las que los bancos europeos tienen problemas,» *Mises Wire* (17 mayo 2018).

Segundo, hay riesgos escondidos en los balances bancarios. El que haya algo escamoso en los activos de los bancos europeos puede detectarse rápidamente cuando se compara la capitalización del mercado bancario con su valor en libros. La mayoría de los bancos europeos tienen una relación precio-libros por debajo de 1. La relación precio-libros del Commerzbank alemán es de 0,49., la del Deutsche Bank es de 0,36, la del UniCredit italiano es de 0,23, la del Piraeus Bank griego de 0,14 y la del también griego Alpha Bank es de 0,34.

Con una relación precio-libros por debajo de 1, comprando un banco a los precios actuales y liquidando sus activos por su valor en libros, un inversor podría obtener beneficios. ¿Por qué no hacen eso los inversores? Sencillamente, porque no creen en el valor en libros de los activos de los bancos. Los activos están valorados con demasiado optimismo a los ojos de los participantes en el mercado. Considerando que la relación bursátil (valores divididos por balance total) del sector bancario del euro está solo en 8,3%, una valoración a la baja de los activos podría evaporar rápidamente las acciones.

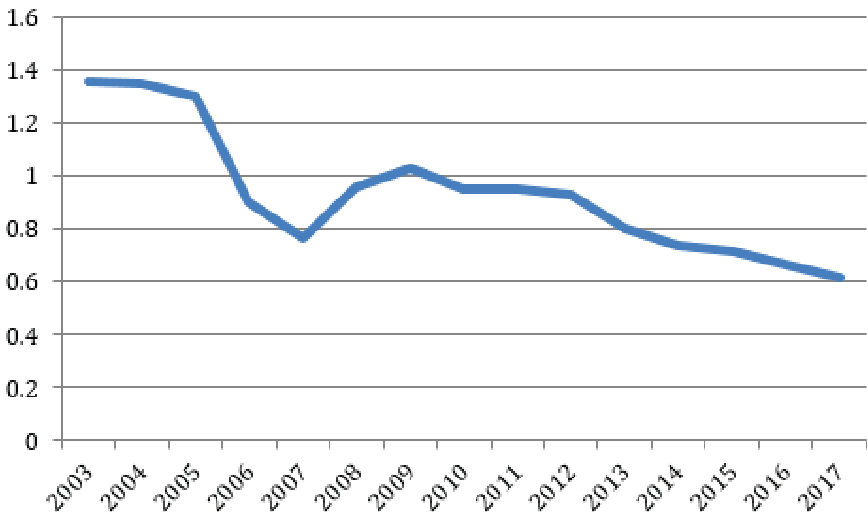
Tercero, los tipos bajos de interés han contribuido a aumentar los precios de los activos. Los precios de acciones y bonos han aumentado debido a la política monetaria del BCE, llevando así a beneficios contables para los bancos. Por tanto, la política monetaria ha impulsado artificialmente los beneficios bancarios en los últimos años.

Cuarto, según el BCE, los préstamos morosos, es decir los préstamos en los que los prestatarios no están a corriente de pago, suman 759.000 millones de euros, esto es el 30% del valor bursátil de los bancos.

Quinto, se avecinan más problemas para los bancos. Debido a los tipos de interés artificialmente bajos, las tasas de insolvencia han bajado. En Alemania en 2003, 39.470 empresas (el 1,3% de las empresas existentes) se convirtieron en insolventes.

En 2017 las insolvencias habían caído hasta 20.200 empresas (el 0,62%).

**Insolvency Rate in Germany 2003–2017, by percent**




*Source: Creditreform.de*

Empresas que en otro caso habrían tenido que cerrar pueden sobrevivir debido a tipos de interés cercanos a cero. Su supervivencia no es que no tenga costes, ya que absorben recursos que podrían usarse en otros proyectos. Cada año de la política de tipos cero de interés del BCE hace que 10.000 quiebras se retrasen, aumentando las existencias de empresas zombis. Las empresas zombis contribuyen al anémico crecimiento porque desperdician recursos que podrían usarse más productivamente en otras líneas de producción. Una vez los tipos de interés aumenten rápidamente, estas empresas zombis acabarán pagándolo y las tasas de insolvencia volverán a niveles más normales, llevando a problemas para los bancos.

Sexto, los tipos más bajos de interés han planteado graves problemas al margen de interés de los bancos. El margen pasivo, de transformación y de crédito de los bancos han disminuido. El margen pasivo resulta de la inversión de depósitos de clientes bancarios en el mercado overnight interbancario. Los bancos podían tradicionalmente ganar un margen de esta manera, pero no en un mundo de tipos interbancarios negativos. El margen de transformación deriva de la transformación en la liquidación, cuando un banco toma prestado a corto de un cliente y presta a largo a otro. Con una curva plana de rendimientos, esta transformación genera menos de lo normal. Tomar prestado a un 0% para prestar a largo plazo al 0% no es rentable. Además, cuando los bancos prestan a largo plazo con un tipo de interés muy bajo y los tipos a corto empiezan a aumentar, los márgenes disminuyen todavía más.

El margen de crédito deriva del riesgo de prestar. Los bancos tratan de compensar el margen pasivo y de transformación a la baja asumiendo mayores riesgos de crédito. La competencia de los bancos en este terreno empuja también a la baja el margen de crédito. Así que la política de tipos cero de interés del BCE ha canibalizado la rentabilidad bancaria tradicional.

Séptimo, los bancos en la Eurozona siguen estando íntimamente relacionados con su gobierno. En enero de 2018, los bancos de la Eurozona poseían 3.536 millones de euros en deuda pública en sus cuentas, lo que equivale al 13% de sus balances totales. Cuando estemos en la próxima recesión, la crisis de la deuda soberana amenazará y los bancos podrán esperar pérdidas en su cartera de deuda soberana.

Cuando aumenten los tipos de interés en el futuro, los bancos se enfrentarán a varias dificultades. Primero, aumentarán los préstamos morosos y quebrarán las empresas zombis. Segundo, los préstamos de bajo interés a largo plazo de los bancos serán más difíciles de refinanciar de forma rentable.

Tercero, los precios de los activos caerán, llevando a pérdidas. El gobierno puede verse en problemas.

Como consecuencia de estas pérdidas, los bancos se verán obligados a restringir los créditos al bajar el precio de las acciones. Paradójicamente, la política de tipos cero de interés del BCE pensada para promover la expansión del crédito acabará llevando a una contracción del crédito. Habrá una grave recesión y una caída en la oferta monetaria. La crisis no solo pondrá en peligro el sistema bancario, sino el euro como tal, porque el entrampado gobierno de la Eurozona tratará de recapitalizar sus bancos mediante una monetización de deuda recién emitida.

7

# ¿China tiene problemas?

## por Ronald-Peter Stöferle y Mark J. Valek

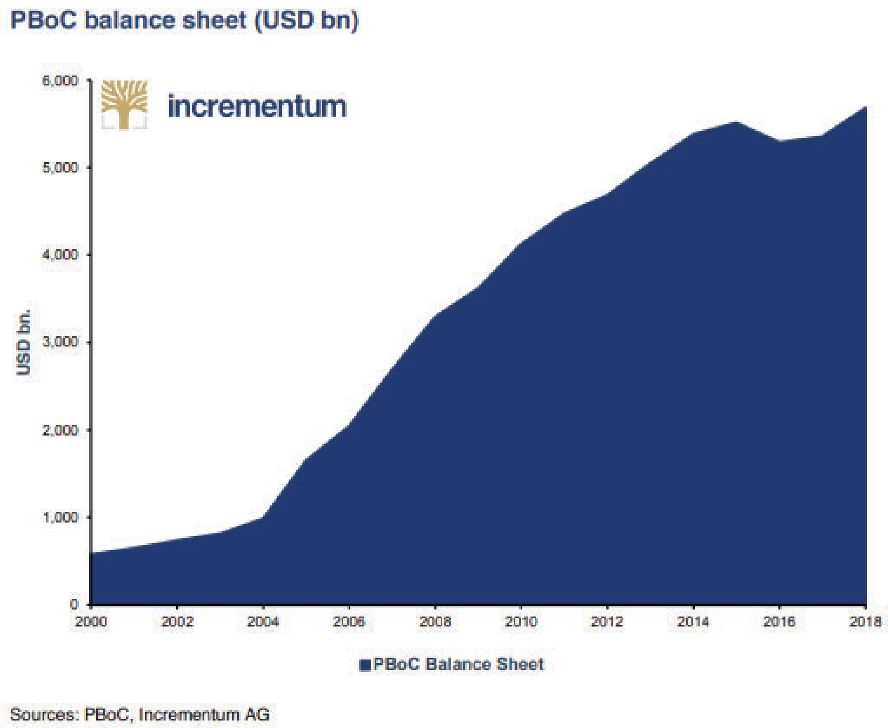
Antes de explicar la situación económica de China, unas pocas palabras acerca del hombre fuerte del país. Xi Jinping. El «nuevo emperador chino» ha tenido un ascenso meteórico. Empezó como un sencillo trabajador rural, pero ahora es el presidente chino más poderosos desde Deng Xiaoping. Una carrera así requiere fortaleza, tacto y posiblemente muy pocos escrúpulos.

Aunque los gobernantes de China han podido siempre realizar sus planes durante periodos más largos que sus equivalentes occidentales, la nueva situación legal ha extendido aún más este horizonte planificador.[1] En comparación con estas economías occidentales, las contramedidas de China frente a la crisis de 2008 fueron mucho más drásticas. Mientras que en

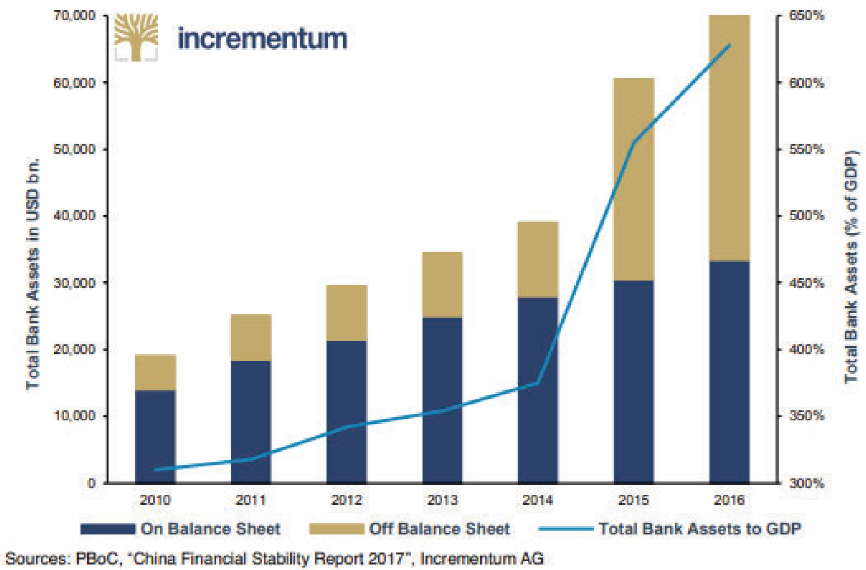
[1]Una analogía del mundo del deporte: El deporte nacional de EEUU es el béisbol; en China, el go. La aproximación a la política exterior es similar: Los estadounidenses son conocidos por su «golpea y corre» a corto plazo, mientras que los chinos juegan mirando a largo plazo en su política exterior y son muy difíciles de entender al hacerlo.

Ronald-Peter Stöferle y Mark J. Valek, «¿China tiene problemas?,» *Mises Wire* (9 junio 2018).

EEUU el balance total del sistema bancario aumentó en 4.000 millones de dólares en los años posteriores a la crisis financiera global, el balance del sistema bancario chino aumentó en 20 billones de dólares en el mismo periodo. Como referencia: Esto es cuatro veces el PIB de Japón.



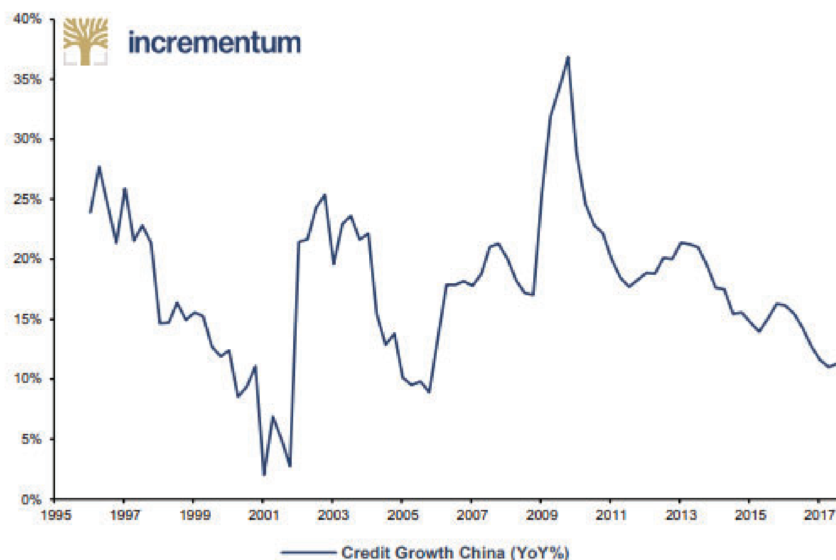

El siguiente gráfico muestra la expansión del balance bancario total, comparado con la producción económica. ¿Asumieron las autoridades chinas excesivos riesgos al enfrentarse a la crisis?




Ni el hecho de que el balance bancario chino equivalga a más del 600% del PIB, ni el hecho de que se haya duplicado en términos de porcentaje de PIB en los últimos años sugieren un desarrollo sano. Nuestros amigos de Condor Capital esperan que aumenten los ratios NPL 51F en China, lo que podría traducirse en pérdidas crediticias de 2,7 a 3,5 billones de dólares para los bancos chinos y eso suponiendo que no haya contagio (!). En comparación, las pérdidas del sistema bancario global desde la crisis financiera han sido casi moderadas, de 1,5 billones de dólares.

Sin embargo, la crisis más reciente nos enseña que los chinos están dispuestos a adoptar medidas drásticas si es necesario. China se enfrentó a la crisis financiera inundando los mercados de crédito: un crecimiento del crédito del 35% en un año sobre la base de un programa clásico de gasto keynesiano no es poca cosa.

Credit growth in China (yoy %)

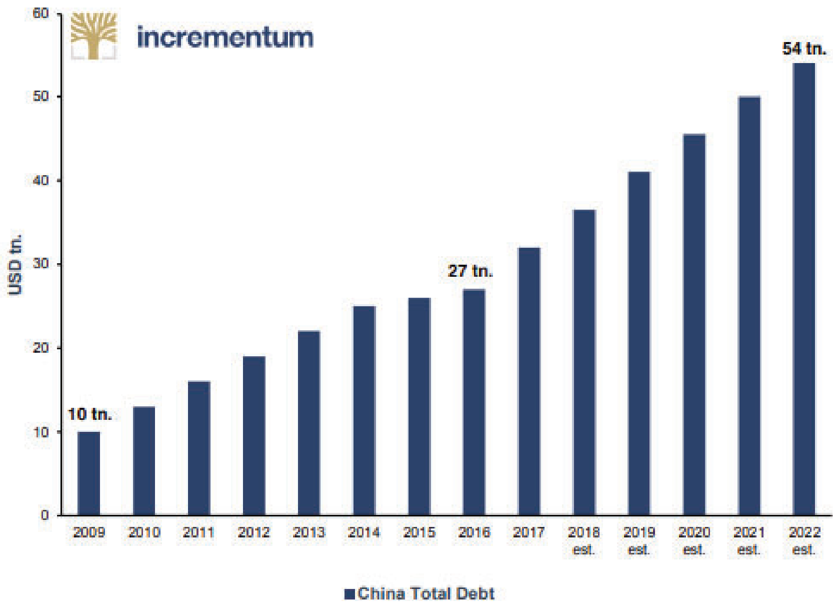



Sources: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

El dinero chino no solo hincó una burbuja de propiedades internamente, sino también por todo el planeta (por ejemplo, en Sídney y Vancouver). Esta en duda un mayor apoyo a los mercados globales de propiedad, dadas las medidas que ha lanzado recientemente China. Debido a los problemas financieros, grupos chinos como Anbang y HNA tendrán que pasar del papel de comprador al de vendedor.

El FMI ha pronosticado otra duplicación de la deuda pendiente china desde 27 billones de dólares en 2016 a 54 en 2022. En comparación, el PIB de China de 2016 equivalía a 11,2 billones de dólares. Esto muestra un crecimiento inducido por la deuda con márgenes decrecientes de utilidad marginal. Desde nuestro punto de vista, esta evolución (que también podemos ver en Occidente) es insostenible.

**Total debt China**



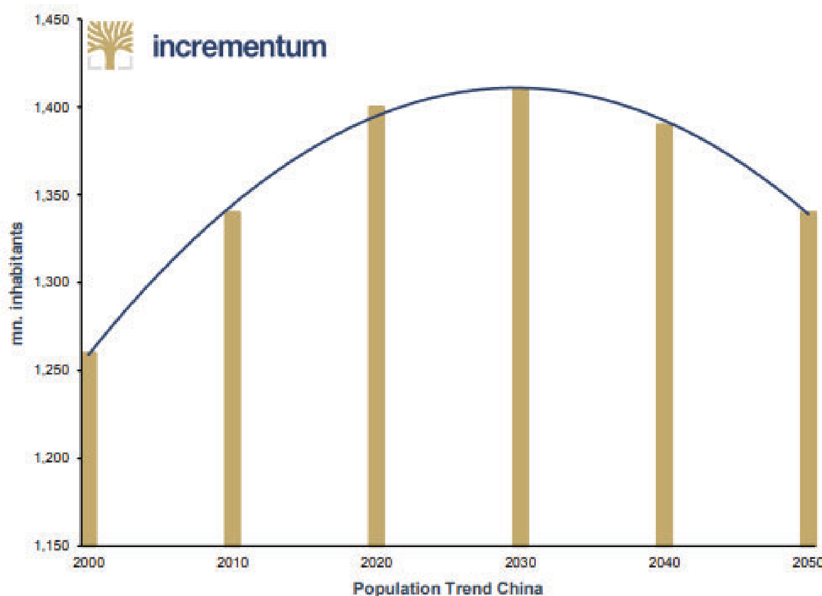

Sources: CEIC, IMF, Incrementum AG

En su informe más reciente, "Credit Booms – Is China different?", el FMI indica que en 43 casos en todo el mundo con un crecimiento fuerte del crédito (es decir, la relación entre crédito y PIB aumenta más del 30% en cinco años), solo cinco casos acabaron con una ralentización importante o una crisis financiera. El FMI también señala que ningún inicio de expansión del crédito con una relación entre deuda y PIB por encima del 100% del PIB ha acabado bien. Hay que señalar que China tiene un alto porcentaje de deuda nacional con respecto a la exterior, lo que sin duda facilita las cosas al país. Pero la pregunta es: ¿Será esta vez diferente para China?

Las guerras del opio que China libró con Inglaterra, que están profundamente enraizadas en la memoria colectiva del pueblo chino, son acontecimientos históricos de gran importancia en relación con los aranceles punitivos impuestos por EEUU, ya que siguen siendo una parte fija e integral del programa chino

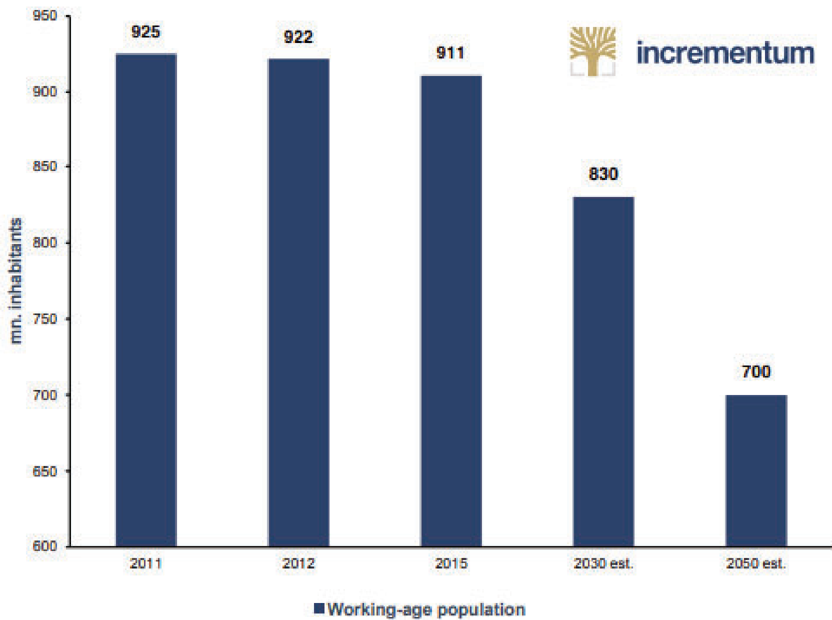
de historia en las escuelas.[2] Si es necesario, China podría agitar un sentimiento antioccidental para implantar medidas que sean duras para su propio pueblo, aunque sean impopulares. La responsabilidad, por supuesto, es de los estadounidenses. Así que Estados Unidos podría dispararse en el pie con una escalada de la guerra comercial, ya que consideramos la capacidad de soportar penalidades y la cohesión de la sociedad china mucho más fuertes que en la sociedad estadounidense.

El desarrollo demográfico de China también merece un recuadro aparte. El Banco Mundial pronostica un máximo de población de 1.400 millones para China en 2028. El declive de la población que se prevé que se produzca en ese momento debería seguir un ritmo similar al aumento hasta el máximo.




[2]Lectura recomendada: *The Opium Wars*, de Julia Lovell.

La población capaz de trabajar (entre 16 y 59 años) ha estado disminuyendo desde 2012 y se espera que lo haga en casi un 25% hasta 700 millones en 2050. Así que China, se forma similar a Occidente, tiene el problema de una población que envejece.




## Conclusión

Al contrario que sus competidores occidentales, el nuevo hombre fuerte de China, Xi, puede implantar su estrategia largo plazo de una manera dirigida y gradual. Xi subrayaba explícitamente su objetivo de reafirmar los intereses de China por medios militares, económicos, políticos y diplomáticos

en su discurso en el Congreso Nacional en octubre de 2017.[3] No dejaba ninguna duda de que China no estaba dispuesta a ningún compromiso de ningún tipo ni forma con respecto a su integridad territorial (N.B., Taiwán, Hong Kong, Tíbet) y lanzaba amenazas rotundas contra las tendencias separatistas.

Sin embargo, la transformación de la economía podría (intencionadamente o no) causar distorsiones económicas no solo en China, sino globalmente. Los años recientes han estado dominados por una expansión masiva del crédito. De hecho, se dice a menudo que China ha hinchado la burbuja de crédito más grande de la historia.

Parece que hay grandes similitudes entre China y EEUU que pueden apreciarse a primera vista. China construye inmuebles para una población en disminución, invierte para clientes sobreendeudados (EEUU, que incluso insiste en una reducción drástica del acuerdo comercial bilateral) financia todo esto con dinero que no tiene.[4]

[3]http://www.bbc.com/news/world-asia-china-43466685.

[4]Una paráfrasis de la famosa cita de «El club de la lucha»: «Compramos cosas que no necesitamos con dinero que no tenemos para impresionar a gente que no nos gusta».

# Qué pueden hacer los bancos centrales a continuación

# 8

# Cómo un euro frágil no podría sobrevivir a la próxima crisis

**por Brendan Brown**

Un gran estallido de la inflación monetaria de los Estados Unidos dio origen al euro. Aquí hay una predicción: su muerte ocurrirá en respuesta a un tipo diferente de explosión monetaria en los Estados Unidos: la aparición repentina de un «interludio deflacionario». Y esto podría suceder antes de lo que muchos esperan.

La explicación de este rompecabezas tipo esfinge comienza con el abandono de Paul Volcker del camino al buen dinero en 1985/6. El momento decisivo llegó cuando el entonces jefe de la Reserva Federal se unió al nuevo secretario del Tesoro del presidente Reagan, James Baker, en una campaña para devaluar el dólar. El llamado «Acuerdo Plaza» de 1985 lanzó la ofensiva.

Volcker, el otrora notorio guerrero de la devaluación de la Administración de Nixon (como subsecretario del Tesoro), nunca cambió sus puestos, ya que considera que los grandes déficits comerciales de Estados Unidos son peligrosos. El diagnóstico alternativo, que a principios de la década de los ochenta era una contraparte transitoria al aumento del dinamismo

Brendan Brown, «Cómo un euro frágil no podría sobrevivir a la próxima crisis,» *Mises Wire* (23 noviembre 2018).

económico de los EEUU y el resurgimiento de la demanda global de un dólar ahora aparentemente difícil, simplemente no se registró con este alto funcionario.

De ahí la oportunidad de restaurar el dinero sano. Pero esto ocurre muy raramente en la historia, solo de hecho, donde la alta inflación ha provocado una repulsión política general (como, por ejemplo, después de la Guerra Civil), la inflación se apagó. En el contexto europeo, esto significó el final de la breve era dura de Deutsche Mark (DM) y el nacimiento del euro blando.

La preparación del DM en 1985-7 contra otras monedas europeas, como lo provocó el relanzamiento de la inflación monetaria en los Estados Unidos, inclinó el equilibrio del poder político dentro de Alemania a favor del proyecto de la Unión Monetaria Europea (UME). Las grandes empresas exportadoras, la columna vertebral de la gobernante Unión Demócrata Cristiana (UDC) bajo la dirección del Canciller Kohl, ganaron el día. El duro DM, una evidente amenaza para sus ganancias, tuvo que irse. El régimen monetarista en Alemania se tambaleó hacia un colapso final.

En todo el mundo, se produjo el inevitable aumento de la inflación tras el Acuerdo Plaza y la capitulación de Volcker, dado que muchos países (fundamentalmente Japón) intentaron limitar la caída del dólar contra sus propios países siguiendo el liderazgo monetario de los EEUU La inflación fue evidente en los mercados de activos y buenos mercados. De ese nuevo caos monetario se avanza hacia el próximo experimento de estabilización en ambos lados del Atlántico: el «estándar de inflación del 2 por ciento».

Volcker en la publicidad previa al lanzamiento de su nuevo libro (*Keeping At It: The Quest for Sound Money* and *Good Government*) ahora critica a la Reserva Federal y a los principales bancos centrales extranjeros por alcanzar un objetivo de inflación del 2 por ciento. Uno debe preguntarse dónde ha estado los últimos 20 años. Parece que, como burócrata mon-

etario, sigue la regla atemporal de no culparse de ninguna manera por el surgimiento de problemas posteriores, en este caso el régimen del 2%, profundamente defectuoso..

Sí, el verdadero genio malvado detrás de la nueva norma podría haber sido Stanley Fischer, el líder intelectual del asalto neokeynesiano, perfectamente sincronizado políticamente, sobre el monetarismo. Pero Volcker dio la oportunidad.

## Nacimiento del BCE

En el Banco Central Europeo (BCE), que abrió sus puertas a fines de 1998, fue el ex funcionario del Bundesbank, el profesor Otmar Issing, quien dirigió a Europa hacia la adopción del nuevo estándar del 2 por ciento. El excepcionalismo monetario alemán llegó a su fin; o algunos dirían que Alemania abdicó como el soberano del dinero duro de Europa. Bajo su gobierno monetario, gran parte de Europa occidental había disfrutado de una considerable independencia monetaria de los Estados Unidos, al menos en los días de mayor esplendor de la década de los setenta, cuando Arthur Burns se había embarcado en una segunda gran inflación monetaria.

En contraste, bajo el régimen del 2 por ciento, la zona euro, incluida Alemania, se alineó con el ciclo monetario de los Estados Unidos, compartiendo todos los altibajos de la inflación de los Estados Unidos. Y en el contexto europeo, la inflación de activos significó una enorme mala inversión, más evidente en el debilitamiento de la otrora economía dinámica de Italia y la hinchazón del sector exportador del norte de Europa (que refleja un euro infravalorado).

## Una prueba para el euro

En estas dos distorsiones, encontramos la vulnerabilidad existencial del euro y la próxima crisis monetaria de EEUU presen-

tará la prueba más severa hasta el momento. Lo más probable es que el shock tome la forma de una repentina llegada de un «interludio deflacionario» en un largo y probable aumento de la inflación monetaria a largo plazo.

Específicamente, a medida que la virulenta inflación de activos se avivó en el presente ciclo monetario global (como siempre dirigido por la Reserva Federal) se avanza a la etapa final de recuperación (deflación de activos) y recesión, habrá un período de contracción general del crédito. Esto se reflejará más probablemente en los agregados generales de dinero. Los precios y los salarios podrían estar bajo cierta presión a la baja, aunque esto no es en sí una evidencia de deflación monetaria.

En esta fase de deflación de activos, acompañada de una desaceleración o recesión global, Europa se encontrará en una situación particularmente peligrosa. Los sectores de exportación muy extendidos del norte de Europa son vulnerables, sobre todo a la crisis crediticia de los mercados emergentes que se está convirtiendo en una crisis. Bancos y soberanos débiles en toda Europa descenderían a una zona de insolvencia. La debilidad del euro y las medidas de aumento de la participación de mercado de los grandes exportadores del norte de Europa probablemente atraerán la ira Trumpiana.

Habría tolerancia cero en Washington para el radicalismo monetario continuo o de nuevo estilo en Europa. Si esto es lo que requiere mantener unido al euro, es decir, la debilidad perpetua de esa moneda, entonces no debe mantenerse unido.

## ¿Una nueva zona euro más pequeña?

Por lo tanto, las grandes empresas exportadoras alemanas se enfrentarían a un Día de Recuento. Este eje que une la Cancillería de Berlín al BCE (en la actualidad, el eje Merkel-Draghi) ya no podrá apoyarlos (a través de un euro barato). Bajo estas circunstancias cambiantes, la caída del euro puede ser

su camino más prometedor hacia el éxito futuro. Sí, un DM reencarnado presionaría los márgenes de ganancias de exportación; pero la amenaza de la guerra comercial entre Estados Unidos y Alemania o entre Estados Unidos y la Unión Europea desaparecería.

El UDC podría tener un nuevo alcance para moverse hacia la derecha y alejarse del eurocentrismo prevaleciente de la era de Merkel, por lo que recuperar a los votantes de los partidos de la extrema derecha al mismo tiempo que obtendría apoyo de la clase media por parte de los ahorradores durante mucho tiempo descontentos con el blando Euro y tasa de interés negativa del euro. El temido descenso de Alemania hacia el caos político al estilo de Weimar, como podría ocurrir si el UDC se congela en el eurocentrismo (eventualmente se uniría a los Verdes en la coalición y, por lo tanto, fomentaría el apoyo a los partidos extremos) podría abortarse.

Sí, Italia caería fuera de la zona euro. El potencial para un buen renacimiento del dinero en Europa, posiblemente con Francia, Holanda y Alemania reuniéndose en una nueva unión monetaria, sería real. El futuro monetario de Europa ya no colgaría de un hilo estadounidense. Esta posible ventana de oportunidad podría ser corta, dado el peligro potencial de una tormenta de inflación en los EEUU más adelante como consecuencia de las finanzas públicas devastadoras.

9

# Teoría monetaria no tan moderna

## por Arkadiusz Sieroń

Según algunos columnistas, la teoría monetaria moderna (TMM) es la alternativa económica más poderosa a la ortodoxia neoliberal. ¿Es este realmente el caso?

La idea clave de la TMM es que el Estado que controla la emisión de su moneda no puede quebrar porque siempre puede emitir dinero para pagar a sus acreedores. De ser así, el Estado no debería rehuir el aumento de los gastos necesarios. El gobierno de un Estado soberano puede permitirse cualquier gasto, debido al monopolio de la moneda, no puede quedarse sin dinero.

En cierto sentido, la descripción anterior es cierta. En realidad, el Estado tiene el monopolio de los billetes de banco, por lo que no puede ser insolvente como los particulares. Por eso oímos hablar de la hiperinflación de vez en cuando; el último ejemplo es Venezuela, que no sólo ejerció su soberanía monetaria, sino que lo hizo a gran escala.

La tesis principal del TMM, por lo tanto, no es una revolución. La ortodoxia neoliberal, sea lo que sea, reconoce no sólo que el Estado puede aumentar la oferta de dinero, sino

Arkadiusz Sieroń, «Teoría monetaria no tan moderna,» *Mises Wire* (8 octubre 2019).

también sus costos. Este coste es, por supuesto, la inflación. Y para minimizarlo, se ha diseñado el orden institucional actual, en el que los gobiernos no pueden monetizar directamente sus déficits (aunque lo hagan indirectamente). Esto no es un descubrimiento de la rueda, puedes leer sobre ello en cualquier libro de texto de economía.

Los costos de la inflación significan que (contrariamente al mito popular que profesa la TMM) los gobiernos que emiten y pagan la deuda en su propia moneda también van a la bancarrota. Según el artículo «Sovereign defaults by currency denomination» publicado en el Journal of International Money and Finance en 2016 (vol. 60, febrero, pp. 197-222), los impagos de bonos en moneda local y extranjera son igualmente frecuentes - sólo cambian sus determinantes. Los autores afirman que en 1996-2012, los gobiernos dejaron de honrar sus bonos en moneda extranjera 27 veces, y sus bonos en moneda nacional 31 veces (los ejemplos contemporáneos más conocidos son Rusia en 1998, Turquía en 1999 y Argentina en 2001), lo que falsa empíricamente la TMM.

Como explica la agencia Fitch, , los gobiernos a veces deciden no inflar su deuda, ya que la inflación es económica y políticamente costosa. Este costo puede ser tan alto que algunos países deciden la dolarización total, renunciando (¡oh, no!) su soberanía monetaria.

También vale la pena darse cuenta de que los mayores acreedores del gobierno son los bancos comerciales. Si el gobierno dejara de pagar sus deudas, tendría un efecto negativo sobre los bancos y su acción crediticia, que rebotaría en toda la economía.

Como descripción de la capacidad de un soberano para imprimir dinero, la TMM no es nueva. La TMM es, sin embargo, una descripción errónea de la realidad, porque es demasiado abstracta de las condiciones institucionales actuales. En las economías desarrolladas, los bancos comerciales y

centrales, no los gobiernos, crean dinero. Si bien es cierto que los bancos no son totalmente independientes de los gobiernos, podemos asumir que su deseo de inflar las deudas soberanas es algo más débil que en el caso del Tesoro (la cuestión de la relación entre el banco central y el gobierno, especialmente en el contexto de las políticas monetarias no convencionales, es un tema que se trata en un artículo aparte). Por lo tanto, en la práctica, los gobiernos no pueden aumentar arbitrariamente la oferta de dinero para financiar todos los gastos posibles, al menos no sin alterar las actuales limitaciones institucionales que existen en los países desarrollados.

Es cierto que la TMM reconoce el riesgo de inflación, pero asume que el genio de la inflación sólo puede salir de la botella cuando la economía alcanza el pleno empleo. Pero incluso entonces no debemos preocuparnos, porque en este caso el gobierno puede reducir fácilmente la inflación aumentando los impuestos. Aquí vienen algunas preguntas. En primer lugar, ¿cuándo se sabrá que la economía ha alcanzado un potencial de producción inobservable y que ha llegado el momento de aumentar los impuestos? En segundo lugar, ¿por qué un aumento de los impuestos, que es la transferencia de dinero del sector privado al público, detendría la inflación sin que cambie la oferta monetaria? En tercer lugar, ¿qué ocurre con la inflación del precio de los activos y la depreciación del tipo de cambio? ¿Qué hay de todas las controversias sobre la curva de Philips? Y por último, pero no por ello menos importante: ¿por qué deberíamos creer que un gobierno con soberanía monetaria ilimitada dejará de imprimir dinero y aumentará educadamente los impuestos impopulares tan pronto como la tasa de inflación supere un valor determinado arbitrariamente?

Por último, me gustaría señalar otra preocupante deficiencia de la TMM: parece identificar erróneamente el dinero con el capital. Es cierto que el Estado tiene un poder potencialmente extraordinario para imprimir dinero, pero el dinero no

es capital real. Los billetes de banco o los registros electrónicos no son riqueza real, son medios de cambio, como ya han señalado Hume o Smith. Sólo la cantidad de bienes y servicios que podemos permitirnos es importante. El gobierno puede inyectar cualquier cantidad de dinero en la economía, pero no puede eliminar la escasez fundamental de recursos y crear mágicamente nuevos bienes. Los partidarios de la TMM se quejan de la escasez de bienes, pero esto no se debe a los intereses de clase. Es un problema fundamental de la economía y su raison d'etre. El aumento de la oferta monetaria no resuelve este problema. La inflación y el efecto Cantillón que la acompaña sólo redistribuyen recursos de un grupo de personas a otro.

La afirmación de que la TMM es la alternativa más fuerte a lo convencional es, por lo tanto, una ilusión. Un análisis económico muestra que la TMM es una combinación de obviedad antigua (observación de que el Estado tiene potencial para aumentar la oferta monetaria) y nuevos conceptos (implicaciones resultantes para la macroeconomía y la política económica). El problema es que, como dice Thomas Palley, economista poskeynesiano, «es una mezcla de lo viejo y lo nuevo, lo viejo es correcto y bien entendido, mientras que lo nuevo es sustancialmente incorrecto». Dice mucho que incluso los prominentes poskeynesianos, personas que están lejos de la ortodoxia neoliberal y del deseo de reducir el intervencionismo estatal, no ven ningún valor añadido en la TMM.

# 10

# Los bancos centrales están subiendo los precios de las acciones

**por Thorsten Polleit**

Los mercados financieros parecen tener mucha confianza en la efectividad de la política monetaria del banco central, en el sentido de que al mantener las tasas de interés bajas o bajar las tasas de interés, las economías seguirán expandiéndose y los precios de los activos, en particular, seguirán aumentando. Sin embargo, existe una buena razón para que tanto los ahorradores como los inversionistas piensen muy cuidadosamente sobre el valor de la verdad de tal proposición.

La pregunta clave es esta: ¿Cuál es la relación real entre la tasa de interés y los precios de los activos, en particular los precios de las acciones? Para responder a esta pregunta, puede ser útil echar un vistazo breve al conocido "Modelo de crecimiento de Gordon". Muestra la relación funcional entre el precio de las acciones de una empresa y su nivel de ganancia, la tasa de interés y la tasa de crecimiento de la empresa. La fórmula es:

precio de las acciones = $D/(i - g)$,

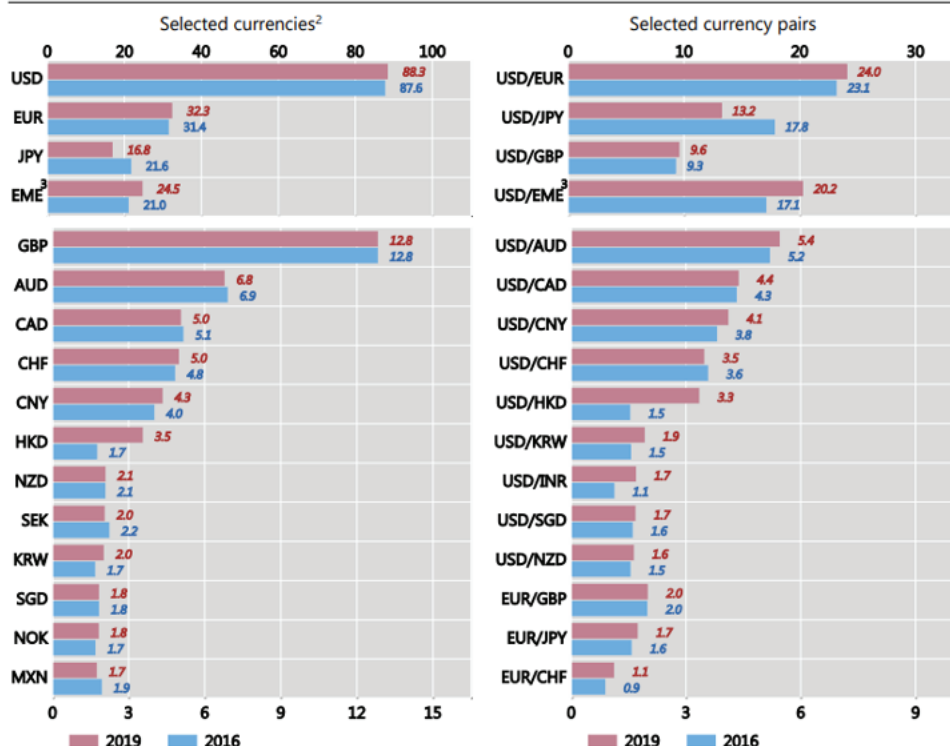
mientras que D = dividendo, $i$ = tasa de interés y $g$ = crecimiento de ganancias.

Thorsten Polleit, «Los bancos centrales están subiendo los precios de las acciones,» *Mises Wire* (11 abril 2019).

Si, por ejemplo, $D = 10$ US \$, $i = 5\%$ y $g = 0\%$, el precio de las acciones es de 200 US \$ [10 / (0,05 - 0) = 200]. Si g sube hasta el 2%, el precio de las acciones sube a 333,3 US \$. Si el banco central bajó la tasa de interés al 4%, el precio de las acciones subirá aún más a US \$ 500,0. En caso de que g caiga al 1%, el precio de las acciones disminuirá de nuevo a 333,3, y si g cae incluso más bajo al 0,005%, el precio de las acciones cae a 285,7.

Foreign exchange market turnover by currency and currency pairs[1]

Net-net basis, daily averages in April, in per cent — Graph 1




[1] Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting, ie "net-net" basis. [2] As two currencies are involved in each transaction, the sum of shares in individual currencies will total 200%. [3] EME currencies.

Source: BIS Triennial Central Bank Survey. For additional data by currency and currency pairs, see Tables 2 and 3 on pages 10 and 11, respectively. See our Statistics Explorer for access to the full set of published data.

Este pequeño ejemplo muestra que un banco central puede aumentar los precios de las acciones al reducir la tasa de interés. Sin embargo, ¿qué pasa con el efecto que la tasa de interés tiene sobre el crecimiento de las ganancias de las empresas? Desde un punto de vista keynesiano, uno puede argumentar: bueno, las tasas de interés más bajas generan nuevos gastos, y esto debería aumentar las ganancias de las empresas. Si bien eso puede ser así en el corto plazo, uno podría esperar que surjan efectos adicionales a largo plazo: a saber, que una política de tasas de interés extremadamente bajas podría socavar la fortaleza de una economía.

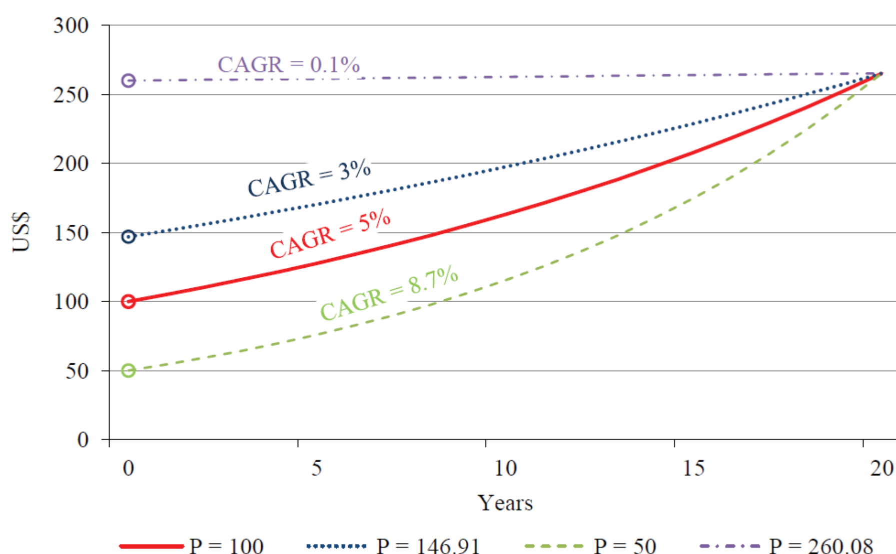
Por ejemplo, las tasas de interés artificialmente bajas mantienen con vida a las empresas no rentables, lo que dificulta que los mejores productores ganen cuotas de mercado. Esto, a su vez, reduce la presión competitiva en los mercados de factores y productos, lo que resulta en un menor crecimiento y empleo, y en última instancia, deteriora la situación de las ganancias de las empresas. Además, los bajos costos crediticios invitan a los gobiernos a aumentar el gasto en déficit, desviando recursos escasos a proyectos improductivos. El bienestar material de las personas permanece por debajo de su potencial.

Lo anterior apunta hacia un escenario incómodo: los bancos centrales, a través de su política de tasas de interés extremadamente bajas, elevan los precios de las acciones a niveles cada vez más altos. Luego, en algún momento, los inversores tienen en cuenta el efecto contraproductivo de la política de tasas bajas y revisan a la baja sus expectativas con respecto al crecimiento futuro de las ganancias de las empresas. Una vez que comienza el descenso del precio de las acciones, sería bastante difícil detenerlo, en caso de que las tasas de interés ya hayan llegado a su punto más bajo.

No hace falta decir que una caída en los precios de las acciones probablemente también sea un lastre para los precios de otros bienes, como, por ejemplo, materias primas, bienes

intermedios y precios de bienes raíces. Un cambio general a la baja de los precios sería una pesada carga para el actual sistema de papel moneda sin respaldo, en primer lugar porque la caída de los precios podría desencadenar una ronda masiva de incumplimiento crediticio: a medida que sus ingresos nominales disminuyen o caen por debajo de lo esperado, a los prestatarios les resultará cada vez más difícil al servicio de su deuda.

Return on investment for different purchase prices




Legend: own calculations.
Note: The return on capital is 5% p.a. for the coming 20 years.
*P* = purchase price of the investment. CAGR = Cumulated annualized growth rate (in percent).

En el caso extremo, el sistema de papel moneda sin respaldo incluso podría caerse. Porque si el mercado crediticio, debido a problemas de incumplimiento, aumenta los costos de los préstamos y hace que el crédito sea menos accesible para los prestatarios, es muy probable que se produzca una quiebra. Esto realmente explotaría la estructura de producción y empleo de la economía que se ha establecido en el período de tasas de interés bajadas artificialmente.

Por supuesto, los gobiernos y sus bancos centrales querrían evitar, por todos los medios, tal deflación de precios y la consiguiente caída. En este esfuerzo, pueden contar con el apoyo del público en general: a la gente simplemente no le gusta la recesión y el desempleo. Una opción que los responsables de la política monetaria podrían tener en mente es llevar las tasas de interés (incluso más lejos) a un territorio negativo, al menos en términos reales. Sin embargo, esto podría no ser tan fácil como parece.

Porque hay algo llamado el "límite cero de las tasas de interés nominales". Esto significa que las tasas de interés nominales no pueden ser puestas por debajo de cero. Entonces, si los precios bajan, las tasas de interés se mantienen positivas, o incluso aumentan, en términos reales. Y esto ciertamente no evitaría que una pirámide de crédito se derrumbe. Y así, los bancos centrales verán una sola salida: la impresión de dinero directamente, a través de la compra de activos y/o la emisión de «dinero de helicóptero».

¿Pero quién recibirá el dinero recién emitido? ¿Debería ir a las manos de los consumidores, los empresarios, los bancos o el gobierno? ¿O a todos ellos? ¿Y cuánto dinero se debe emitir? ¿Se debe emitir a principios o más tarde en el mes? ¿Todos deberían obtener la misma cantidad o, digamos, un aumento del 10% de sus depósitos bancarios? ¿Cuál es el principio apropiado para distribuir nuevas cantidades de dinero? ¡Bienvenido al socialismo!

La política monetaria de tasas de interés extremadamente bajas está lejos de ser inofensiva, aunque parece respaldar el ciclo económico y apuntalar los mercados de activos a corto plazo, lo que sugiere que todo está bien. De hecho, existe una razón económica sólida para suponer que la política de tasas de interés artificialmente bajas de los bancos centrales es contraproducente, y el riesgo de que algo salga terriblemente mal aumente, las tasas de interés más largas permanecen en niveles suprimidos.

11

# ¿La tendencia a la devaluación del dólar conducirá a un acuerdo Plaza 2.0?

**por Ronald-Peter Stöferle**

## La preparación para el acuerdo Plaza

Para entender el acuerdo Plaza, hay que mirar atrás, al 15 de agosto de 1971. Ese día Richard Nixon cerró la ventana del oro. Este paso puso fin *de facto* al sistema de Bretton Woods, que había sido creado en 1944 en la ciudad de New Hampshire del mismo nombre y que fue formalmente terminado en 1973. La era de la moneda respaldada por oro había terminado; la era de los tipos de cambio flexibles había comenzado. Sin un ancla del oro, el tipo de cambio de cada par de divisas se suponía que estaba impulsado exclusivamente por la oferta y la demanda. Los bancos centrales nacionales (e indirectamente también los gobiernos) eran libres de tomar sus propias decisiones, libres de las estrictas restricciones impuestas por el patrón oro, pero tenían que soportar los costes de sus decisiones en forma de devaluación o apreciación de sus monedas. Mientras que una moneda respaldada por oro pretende imponer disciplina a las naciones, un sistema de tipos de cambio flexibles permite preservar las idiosincrasias nacionales, con el tipo de cambio como mecanismo de equilibrio.

Ronald-Peter Stöferle, «¿La tendencia a la devaluación del dólar conducirá a un acuerdo Plaza 2.0?,» *Mises Wire* (2 octubre 2019).

Sin embargo, a diferencia de cualquier otro sistema monetario, el sistema de monedas flotantes invita a los gobiernos y a los bancos centrales a manipular los tipos de cambio prácticamente a voluntad. Sin acuerdos recíprocos, que pueden proporcionar seguridad de planificación a las empresas orientadas a la exportación en particular, el peligro de caos internacional es muy alto, ya que el sistema de tipos de cambio flexibles carece de un anclaje externo.

Para evitar este caos, la repetición de la traumática espiral de devaluación de los años treinta y la consiguiente desintegración de la economía mundial, los países miembros del FMI acordaron en 1976, en una reunión celebrada en Kingston, Jamaica, que «el tipo de cambio debería estar justificado económicamente. Los países deben evitar manipular los tipos de cambio para evitar la necesidad de regular el balance de pagos u obtener una ventaja competitiva injusta».[1] Y en este espíritu multilateral, aunque bajo una iniciativa de EEUU que estaba fuertemente teñida de interés propio- se llegó a un acuerdo nueve años más tarde que ha entrado en los libros de historia económica como el Acuerdo Plaza.

## ¿Excesos macroeconómicos en los años ochenta?

En la primera mitad de los años ochenta, el dólar estadounidense se apreció significativamente frente a las monedas más importantes. En cinco años, el dólar subió alrededor del 150% frente al franco francés, casi el 100% frente al marco alemán, e intermitentemente el 34,2% frente al yen (desde el mínimo de enero de 1981).

[1]«The Specificity of the Jamaica Monetary System», ebrary.net; véase también el artículo IV (iii) del «Articles of Agreement of the International Monetary Fund».

La significativa apreciación del dólar estadounidense se reflejó, por supuesto, en el índice del dólar estadounidense, que consiste en las monedas de los principales socios comerciales estadounidenses, ponderadas en función de su participación en el comercio con los Estados Unidos. Además, el siguiente gráfico muestra los tipos de cambio en términos reales, es decir, tiene en cuenta los niveles de precios, que pueden variar sustancialmente en algunos casos.

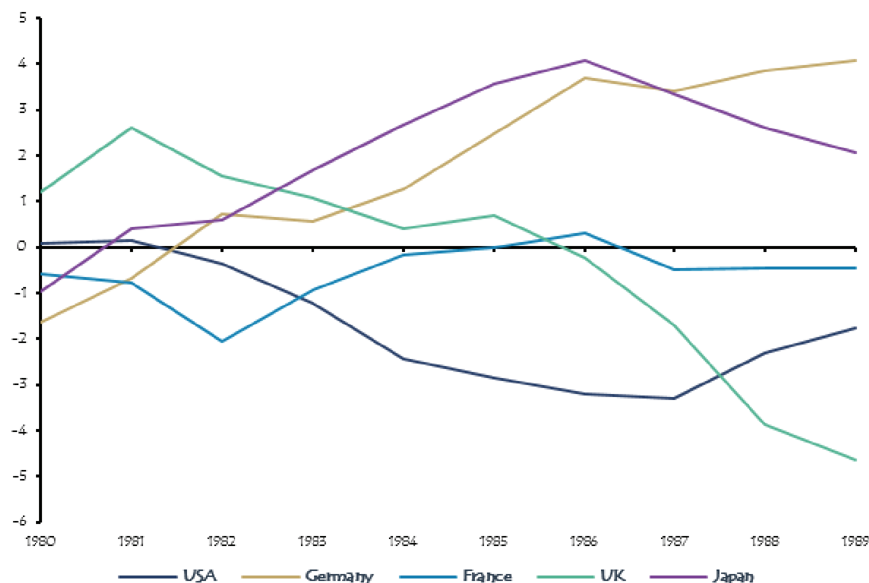
**Real trade-weighted US Dollar Index, 03/1973=100, 01/1980-12/1989**




*Fuente: Reserva Federal de St. Louis, Incrementum AG*

De un mínimo provisional de 87,7 en julio de 1980, el índice subió aproximadamente un 50% hasta llegar a 131,6 en marzo de 1985. **No es de extrañar que el balance por cuenta corriente de los Estados Unidos se deteriorara significativamente en la primera mitad de los años ochenta como resultado de esta sustancial subida del dólar, como muestra el siguiente gráfico.**

**Balance por cuenta corriente, EE.UU., Alemania, Francia, Reino Unido, Japón, en % del PIB, 1980–1989**




*Fuente: Banco Mundial, Incrementum AG*

En 1980 y 1981, los EEUU seguían registrando un superávit moderado, pero en 1985 este superávit se había convertido en un déficit del 2,9%. La tendencia en Alemania y Japón fue casi perfecta. Mientras que las dos naciones exportadoras tenían déficits en cuenta corriente de 1,7% y 1,0% en 1980, sus balances en cuenta corriente se tornaron positivos en 1981 y 1982, respectivamente. En 1985, ya registraban superávit del 2,5% y del 3,6%. En particular, el superávit de el balance por cuenta corriente de Alemania creció aún más en los años siguientes.

## El acuerdo Plaza

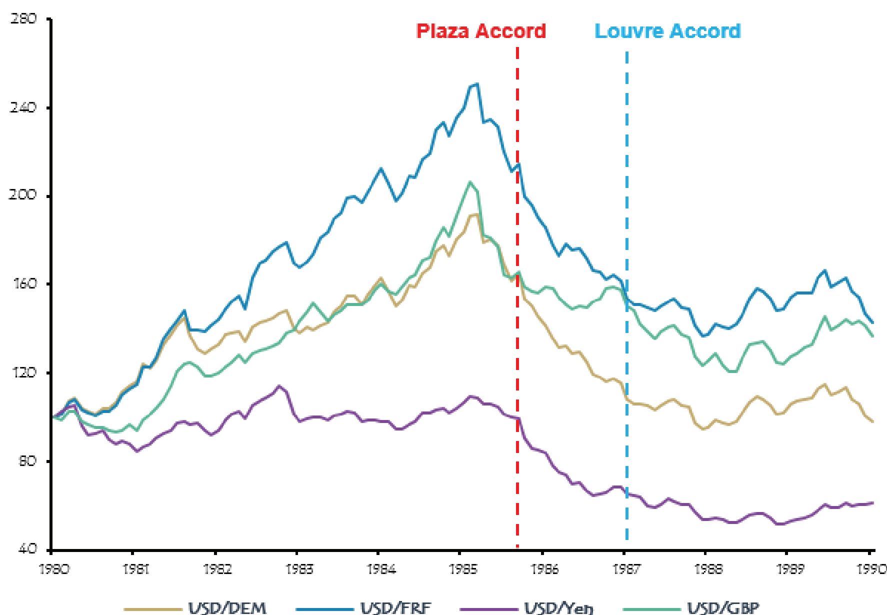
Representantes de Estados Unidos, Alemania, Japón, Francia y Gran Bretaña, también conocidos como los países del G5, se reunieron en septiembre de 1985 en el Hotel Plaza de

Nueva York bajo el liderazgo del Secretario del Tesoro de Estados Unidos, James Baker, con el fin de coordinar sus políticas económicas. Su objetivo declarado era reducir el déficit de el balance por cuenta corriente de los Estados Unidos, que tenían previsto lograr debilitando el dólar estadounidense sobrevaluado. Además, EEUU instó a Alemania y Japón a reforzar la demanda interna mediante la ampliación de sus déficits presupuestarios, lo que se suponía que daría a las exportaciones de los EEUU un golpe de timón.

En el acuerdo Plaza, las cinco naciones signatarias acordaron cooperar más estrechamente cuando la cooperación tuviera sentido. El criterio citado para adoptar un enfoque conjunto fue la «desviación de las condiciones económicas fundamentales». Las intervenciones en el mercado de divisas debían realizarse con el fin de combatir los desequilibrios de el balance por cuenta corriente. A corto plazo, el objetivo era una devaluación del dólar estadounidense de entre el 10% y el 12% con respecto a su nivel de septiembre de 1985.

El resultado inmediato del acuerdo fue el deseado. Una semana después de la firma del Acuerdo Plaza, el yen japonés subió un 11,8% frente al dólar estadounidense, mientras que el marco alemán y el franco francés subieron un 7,8% cada uno, y la libra esterlina un 2,8%. Sin embargo, la velocidad del ajuste en los mercados de divisas siguió siendo la misma que antes del acuerdo Plaza, como muestra claramente el siguiente gráfico.

**Tipo de cambio del USD frente al DEM, FRF, JPY, GBP, 01/01/1980=100, 01/1980-09/1985**




*Fuente: fxtop.com, Incrementum AG*

Sin embargo, los gráficos también muestran claramente que la depreciación del dólar estadounidense ya había comenzado varios meses antes de que se concluyera el acuerdo oficial en el corazón de Manhattan. El Índice del Dólar había alcanzado su máximo en marzo de 1985, es decir, medio año antes del Acuerdo Plaza.

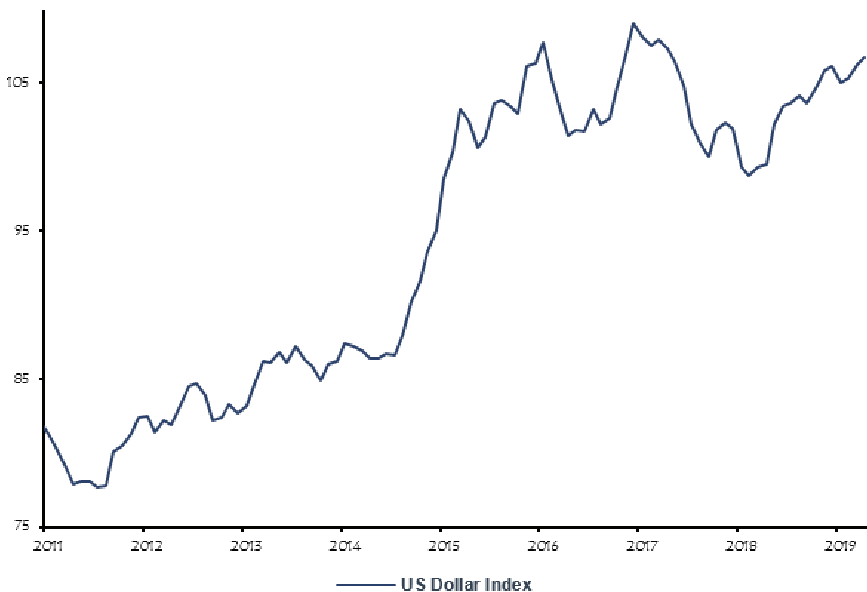
## ¿Acuerdo Plaza 2.0?

Algunas personas proponen la creación de una nueva versión del Acuerdo Plaza, es decir, un acuerdo multilateral que incluye, inter alia, la intervención coordinada en los mercados de divisas. Los partidarios de un Acuerdo Plaza 2.0 señalan

la apreciación del dólar estadounidense en casi un 40% (particularmente en los años 2011-2016), y las grandes diferencias entre los saldos en cuenta corriente de los principales países desarrollados. Sin embargo, un acuerdo de este tipo representaría un nuevo punto de inflexión en la política monetaria internacional. Después de todo, en 2013 el G8 acordó abstenerse de intervenir en el mercado de divisas, en una especie de Anti-acuerdo Plaza.[2]

El siguiente gráfico ilustra la significativa apreciación del dólar estadounidense en los últimos años.

**Índice real ponderado en dólares estadounidenses, 03/1973 = 100, 01/2011-04/2019**

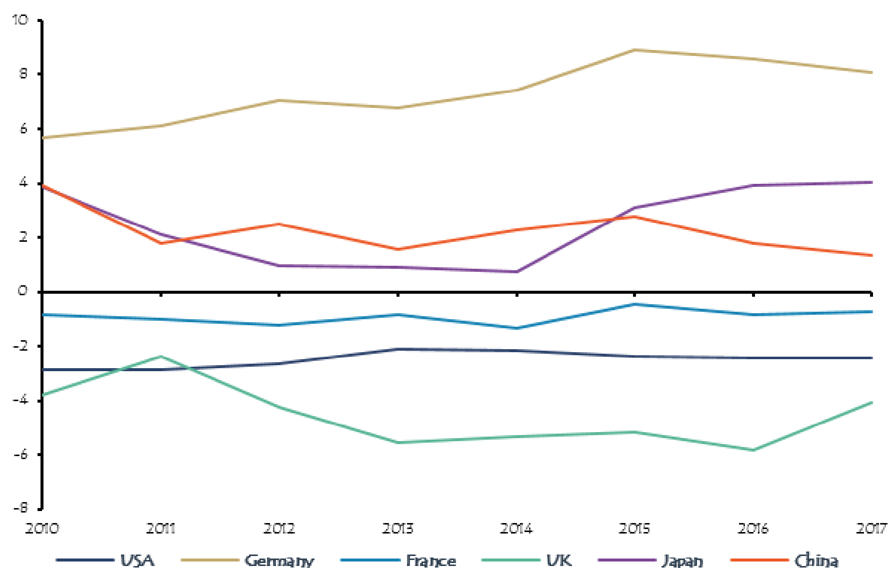



*Fuente: Reserva Federal de St. Louis, Incrementum AG*

[2]«The Plaza Accord, 30 Years Later» por Jeffrey Frankel, *NBER Working Paper* No. 21813, publicado en diciembre de 2015 (https://www.nber.org/papers/w21813).

Y al igual que hace treinta años, los Estados Unidos tienen un déficit significativo y persistente de el balance por cuenta corriente, mientras que Alemania, Japón, y en estos días también China, tienen superávit significativos. El superávit de Alemania, que alcanzó intermitentemente casi el 9%, es particularmente sorprendente.

**Balances por cuenta corriente de EE.UU., Alemania, Francia, Gran Bretaña, Japón, China, en % del PIB, 2010–2017**




*Fuente: Banco Mundial, Incrementum AG*

Mucho antes de que Donald Trump interviniera en la emisión, el Tesoro de los Estados Unidos, que está a cargo del valor externo del dólar, subrayó repetidamente que el dólar era demasiado fuerte, especialmente en comparación con el renminbi. Una y otra vez Estados Unidos acusó a China, Japón y la zona euro de mantener sus monedas en niveles artificialmente

bajos para apoyar a sus industrias de exportación.[3] El hecho de que Donald Trump utilizara el término manipulación en un tweet fue una pequeña sorpresa, ya que Estados Unidos no ha utilizado este término oficialmente desde 1994.[4]

En cualquier caso, un ajuste tan significativo de los tipos de cambio tendría que realizarse gradualmente; el riesgo de crear nuevas distorsiones sería demasiado grande. Un ajuste abrupto de los tipos podría dar lugar, por ejemplo, a un aumento significativo del ritmo de la inflación en los Estados Unidos o a un colapso de los sectores de exportación de los países cuya moneda se apreciaría.

Pero como los tipos de cambio, al menos a medio y largo plazo, están determinados principalmente por los fundamentales, los tipos de cambio sólo pueden cambiar sustancialmente si las condiciones macroeconómicas subyacentes (diferenciales de tipos de interés reales, balance comercial y balance por cuenta corriente, clima de inversión y balance presupuestaria) cambian. Independientemente de lo poderoso que sea un gobierno o de lo hermético que sea un acuerdo internacional, los que celebran un acuerdo no pueden superar este hecho. Como Eugen von Böhm-Bawerk ha declarado explícitamente: «El dictado más imponente del poder nunca puede hacer nada que esté en contradicción con las leyes económicas del valor, el precio y la distribución; siempre debe estar en conformidad con ellas; no puede invalidarlas; simplemente puede confirmarlas y cumplirlas».

[3]Ver «U.S. tensions rise over China's currency policy», CNN, 7 de octubre de 2011; «U.S. declines to name China currency manipulator», *Reuters*, 27 de noviembre de 2012.

[4]Donald Trump: Tweet, 20 de julio de 2018.

12

# Las tasas de interés negativo son el precio que pagamos por la descivilización

## por Jeff Deist

¿Los banqueros centrales realmente piensan que las tasas de interés negativo son racionales?

El «error de cálculo», que las terminales de Bloomberg a veces muestran, es una metáfora adecuada del estado de la política del banco central. Tanto Europa como Asia están ahora inundadas de bonos soberanos y corporativos de rendimiento negativo por valor de 13 billones de dólares, y Alan Greenspan sugiere que los tipos de interés negativos pronto llegarán a los Estados Unidos. A pesar de las declaraciones tanto del Sr. Trump como del Presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, sobre la salud de la economía estadounidense, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal se acercó hoy a un territorio negativo, con otro recorte de un cuarto de punto en la tipo de interés de los Fondos Federales, por debajo incluso de un mísero 2%.

Los tipos de interés negativos son sólo el último frente en la era posterior a 2008 de la política monetaria «extraordinaria». Representan un pase Ave María de los banqueros centrales para estimular más préstamos y más deuda, aunque hoy en día hay

Jeff Deist, «Las tasas de interés negativo son el precio que pagamos por la descivilización,» *Mises Wire* (18 septiembre 2019).

mucha más deuda global que en 2007. El estímulo es el objetivo asumido de toda la política económica, tanto fiscal como monetaria. El estímulo de la demanda es la manía que nos legó Keynes, o más exactamente sus seguidores. Es la idea absurda de que una economía prospera consumiendo y pidiendo préstamos en lugar de producir y ahorrar. Los tipos de interés negativos invierten todo lo que sabemos sobre economía.

¿Bajo qué escenario alguien prestaría 1.000 dólares para recibir 900 dólares a cambio en algún momento en el futuro? Sólo cuando la alternativa es recibir 800 dólares de vuelta, debido a las intervenciones previstas de los bancos centrales y los gobiernos. Sólo entonces tendría sentido fijar una tipo fija de pérdida de capital. Por «pérdida de capital» quiero decir exactamente eso; cuando no hay un interés positivo recibido, el capital debe ser consumido. No existe un «mercado» para los tipos negativos. El futuro es incierto y siempre existe el riesgo de contraparte. El prestatario podría huir, o incumplir, o declararse en bancarrota. Las condiciones del mercado pueden cambiar durante el curso del préstamo, haciendo que los tipos de interés suban en detrimento del prestamista. La inflación podría aumentar más rápidamente que el tipo de interés nominal acordado. El prestamista podría incluso morir antes del pago.

Los tipos de interés positivos compensan a los prestamistas por todo este riesgo e incertidumbre. El interés, como toda la economía, puede explicarse en última instancia por la naturaleza y la acción humana.

Si, de hecho, los tipos de interés negativos podrían producirse de forma natural, sin la intervención del banco central o del Estado, entonces los libros de texto de economía deben ser revisados con rapidez. Toda teoría del interés contempla el interés positivo pagado sobre el capital prestado. Los economistas clásicos y su teoría de lo «real» dicen que el interés representa un «retorno sobre el capital», no una penalización. El

capital disponible para préstamos, como cualquier otro bien, está sujeto a las fuerzas reales de la oferta y la demanda. Pero nadie «vendería» su capital dando también al comprador el pago de intereses, sino que simplemente se aferraría a él y evitaría el riesgo del préstamo.

Los marxistas, por supuesto, piensan que los pagos de intereses representan la explotación por parte de los propietarios de capital que prestan a los trabajadores necesitados. El monto de los intereses pagados además del capital devuelto fue robado al deudor, porque el prestamista no trabajaba para él (ignorando, por supuesto, el riesgo del capitalista). Pero, ¿cómo podría explotarse a un prestatario recibiendo pagos de intereses por los préstamos, es decir, pagando menos de lo que pidió prestado? Supongo que los marxistas pueden de hecho alegrar el desarrollo de tipos negativos, y verlas perversamente como una transferencia de riqueza de los prestamistas a los prestatarios (cuando, de hecho, sabemos que el dinero y el crédito baratos benefician abrumadoramente a las élites ricas, según el efecto Cantillon). Así que necesitan repensar drásticamente su teoría del interés.

Los austriacos hacen hincapié en el elemento temporal de los tipos de interés, comparando la voluntad del prestamista de renunciar al consumo actual con el deseo del prestatario de pagar una prima por el consumo actual. En la teoría austriaca, los tipos de interés representan el precio al que se encuentran las preferencias temporales relativas de prestamistas y prestatarios. Pero una vez más, los tipos de interés negativos no pueden explicar cómo o por qué alguien aplazaría el consumo sin pago, ¡o de hecho pagaría por hacerlo!

Por supuesto, hay que señalar que los compradores racionales de bonos de rendimiento negativo esperan venderlos antes de su vencimiento, es decir, esperan que los precios de los bonos suban a medida que los tipos de interés bajan aún más. Esperan vender sus bonos a un tonto más grande y generar

una ganancia de capital. No están «comprando» la obligación de pagar intereses, sino la posibilidad de revender con fines lucrativos. Por lo tanto, la compra de un bono de rendimiento negativo podría tener sentido como inversión (frente a los compradores de bonos institucionales y de bancos centrales, que con frecuencia mantienen los bonos hasta su vencimiento y, por lo tanto, pagan literalmente para prestar dinero). Pero si y cuando los tipos de interés suben, las pérdidas para los que se quedan con esos 13 billones de dólares en bonos podrían ser asombrosas.

Mientras tanto, un enorme mercado artificial para al menos la deuda nominalmente positiva del Tesoro de los EE.UU. crece, fortaleciendo el dólar y suprimiendo los tipos de interés aquí en casa. Una vez más, el dólar representa la camisa menos sucia en la lavandería. Al Congreso le encanta esto, por supuesto, porque hasta los tipos del 5% harían añicos el presupuesto federal. El aumento de los tipos causaría que el «servicio de la deuda» sea la partida anual más grande en ese presupuesto, por delante del Seguro Social, Medicare y la defensa. Así que podríamos decir que el Congreso y la Reserva Federal están en una relación simbiótica en este punto; el resto del mundo podría llamarlo el «privilegio exorbitante» de Estados Unidos.

Los tipos de interés negativos son el precio que pagamos por los bancos centrales. La destrucción del capital, económico y de otro tipo, es contraria a todo impulso humano. La civilización requiere acumulación y producción; la descivilización ocurre cuando demasiadas personas en una sociedad piden prestado, gastan y consumen más de lo que producen. Ninguna sociedad en la historia de la humanidad ha tenido anteriormente la idea de tipos de interés negativos, así que, al igual que los bancos centrales, ahora estamos en un territorio desconocido.

Nuestro trabajo, entre otros, consiste en llamar la atención de la opinión de la economía austriaca sobre el dinero y la banca antes de que ocurra algo verdaderamente calamitoso.

13

# Las perspectivas de una revuelta de dinero sano contra el dólar y el euro

**por Brendan Brown**

En la última década, la combinación de la virulenta inflación de los precios de los activos y la baja inflación de los precios al consumidor que se ha registrado ha paralizado el dinero sólido como fuerza política en los Estados Unidos y en todo el mundo. En la nueva década, un equilibrio diferente entre los «gemelos terribles» de la inflación monetaria -la inflación de activos y la inflación de bienes- creará una oportunidad para que esa fuerza recupere fuerza. Sin embargo, será crucial la forma en que evolucione la promoción del dinero en el mundo de las ideas y su éxito en la formación de una alianza con otras causas que podrían ganar las elecciones.

Es muy probable que ya se estén disipando las influencias deflacionarias no monetarias de la globalización y la digitalización, que camuflaron la actividad del gemelo bienes-inflación durante el último decenio.

Es posible que el ritmo de la globalización ya haya alcanzado su punto máximo, antes de la guerra arancelaria de Xi-Trump.

Brendan Brown, «Las perspectivas de una revuelta de dinero sano contra el dólar y el euro,» *Mises Wire* (16 enero 2020).

La malinversión monetaria impulsada por la inflación seguramente contribuyó a su velocidad anterior. Uno de los canales aquí fue la difusión de narrativas altamente especulativas sobre las maravillas de las cadenas de suministro globales.

Por otra parte, el potencial de la digitalización para camuflar la inflación monetaria en los mercados de bienes y servicios ha venido en gran medida a través de su impacto en la dinámica de la determinación de los salarios. Ha forjado empresas estrella con un considerable poder de monopolio en cada sector industrial. Los obstáculos que impiden que sus conocimientos tecnológicos y organizativos se filtren a los competidores hacen que los salarios no se ofrezcan más altos en los mercados laborales de manera similar a las revoluciones industriales anteriores. Estos obstáculos reflejan el hecho de que gran parte de la inversión se realiza actualmente en forma de intangibles específicos de la empresa. Aún así, tales obstáculos tienden a perder su efectividad con el tiempo.

A medida que la deflación se desvanece, los impuestos de represión monetaria (recaudados para los gobiernos mediante la manipulación de las tasas por parte de los bancos centrales hasta niveles bajos para lograr una inflación del 2 por ciento a pesar de la desinflación como se ha descrito) se metamorfosearán en impuestos abiertos a la inflación a medida que se acelere la tasa de inflación de los precios al consumidor. Los gobiernos no pueden renunciar a los ingresos debido a su precaria situación financiera. Simultáneamente, la inflación de activos procederá en un nuevo tramo de carretera donde se producen muchos accidentes.

## Circunstancias históricas de la potenciación de las fuerzas del dinero sano

Si el pequeño tamaño de la muestra de la historia monetaria sirve de guía, la combinación de las caídas de los mercados de

activos y la elevada inflación de los bienes potencia las fuerzas monetarias sólidas en el ámbito político. El resentimiento público generalizado contra el aumento de los precios de los bienes y servicios y la pérdida de riqueza (ya sea por una fuerte inflación o por un crash) es responsable del cambio.

Por el contrario, cuando el gemelo bondad-inflación está camuflado (como en los años 2010) y la inflación de los activos es abundante, la insatisfacción de algunos ahorradores por el impuesto de represión monetaria es más que igualada (en términos de impacto electoral) por la felicidad de grandes segmentos de la población por el aumento de la riqueza y el rendimiento reconfortante de sus fondos de pensiones.

Si la inflación de los activos termina sin que el gemelo de la inflación de los bienes salga de su camuflaje, entonces lo más probable es que haya un nuevo triunfo para el dinero poco sólido, como fue el caso en los años treinta y de nuevo después del crack de 2008. Se culparía a los banqueros, a los corredores de hipotecas y a los vendedores de valores, no a los impresores de dinero, aunque los amos políticos de estos últimos podrían sufrir las consecuencias incluso sin atribución directa.

La última vez que tuvimos la combinación de una alta inflación de bienes junto con mercados de activos propensos a las crisis fue en las últimas etapas de la gran inflación monetaria de principios de la década de los sesenta a la década de los setenta. El dinero sano se convirtió en una fuerza política tanto en Europa como en los Estados Unidos a pesar de que las agrupaciones más eficaces promovieron las doctrinas erróneas del monetarismo.

La seriedad de los defectos y la posibilidad de que éstos pudieran ser atenuados por diversas formas de reconstrucción del sistema financiero nunca se pusieron a prueba. En Estados Unidos, la administración Reagan había decidido en 1985 una nueva política de devaluación (destacada por el Acuerdo Plaza), respaldada al principio por el entonces presidente de la

Reserva Federal, Paul Volcker. Anteriormente, el mismo gobierno había socavado el propósito original de una comisión para estudiar el retorno al patrón oro (ley firmada por el presidente Carter en 1980) al llenarlo de opositores. En Europa, la devaluación del dólar a mediados de los años ochenta creó la dinámica política hacia la unión monetaria que resultó fatal para el monetarismo de los márgenes de descuento (DM).

Después de los altibajos del monetarismo, los Estados Unidos adoptaron gradualmente el estándar de inflación del 2 por ciento construido sobre la inercia de la econometría y las expectativas del emperador. La recién establecida Unión Monetaria Europea siguió el ejemplo. Todo esto ocurrió justo cuando las fuerzas deflacionarias no monetarias estaban ganando poder. Al principio la globalización fue la fuerza más fuerte; más tarde fue la digitalización y la abundancia de recursos (especialmente de petróleo y gas de esquisto).

## ¿Un resurgimiento de dinero sólido?

A medida que el camuflaje de la inflación de bienes y servicios se va diluyendo, un aumento de la inflación de los precios de consumo puede socavar el mercado de valores y conducir a una temprana dosis de deflación de activos. Los gobiernos entonces duplicarán la impresión de dinero. Si a pesar de ello, la deflación de los activos conduce a una gran depresión, la defensa del dinero sano seguirá muerta.

SSin embargo, si no hay una gran depresión y la inflación de bienes se recupera bruscamente en el siguiente ciclo más allá de una recesión normal, el dinero sano tendrá su oportunidad. El alcance de la malinversión durante la inflación monetaria de las últimas décadas se revelará tras la deflación de los precios de los activos. La escasez efectiva de capital resultante de la obsolescencia de la inversión deficiente significará que la inflación de los precios de los bienes y servicios puede repun-

tar más rápido y antes de lo que sugeriría la mayoría de los modelos macroeconómicos convencionales a medida que se inicia la recuperación del ciclo económico.

En este caso, seguirá habiendo un problema para la promoción de dinero sólido en el ámbito político. Podemos contar el número de senadores estadounidenses que están a favor del dinero sano por un lado, y menos en los parlamentos europeos. No existe una ideología popular de dinero sólido análoga al monetarismo de Friedman de los años setenta.

La marca popular es difícil. El requisito fundamental para la solidez monetaria es el anclaje del sistema monetario, lo que se logra diseñando una base monetaria para la que exista una demanda amplia y estable que no sea enormemente sensible a pequeños cambios en las tasas de interés. No es un concepto fácil de popularizar. Un anclaje exitoso significa que los mecanismos automáticos mantendrían el dinero bajo control sin ningún tipo de fijación oficial o manipulación de los tipos de interés o de cualquier objetivo de nivel de precios.

Es difícil imaginar una marca que se «enganche» sin incluir el oro, que tenga un atractivo popular potencial y real. Un aliado natural de las fuerzas del dinero sano que promueven esta marca podrían ser los antimonopolistas, que se encuentran a ambos lados del pasillo. Las grandes tecnológicas y financieras se están uniendo con el Gran Gobierno para continuar la guerra contra el dinero en efectivo. Mientras esto se enfurece, el dinero del oro y el pequeño ahorrador tienen pocas posibilidades.

En Europa las fuerzas del dinero sano tendrían una base natural en Alemania, Holanda, Bélgica y Austria. Estas fuerzas podrían basarse en el resentimiento hacia las transferencias al sur de Europa y en las tasas negativas. La principal fuerza contraria por ahora son los Verdes. Observen cómo el jefe del Banco Central Europeo, Lagarde, está jugando con el Partido Verde en Alemania, esperando que sea un socio igualitario de

los Demócratas Cristianos en el próximo gobierno, probablemente en algún momento en 2020.

Un euro respaldado por el oro con sede en el norte de Europa parece una fantasía por ahora, pero es más plausible que un dólar de oro como resultado de esta década.

# 14

# Sí, la Reserva Federal realmente está manteniendo bajos los tipos de interés

**por Joseph T. Salerno**

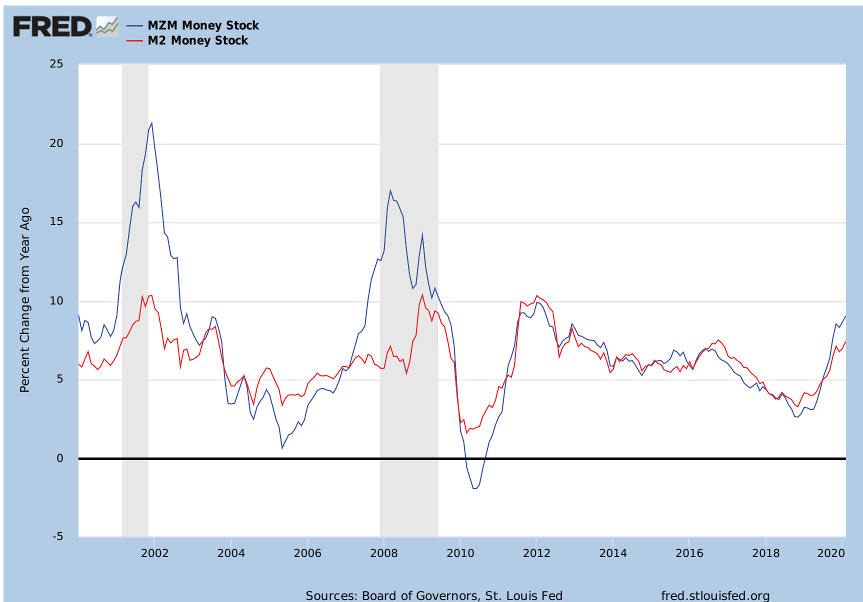
La muy lenta recuperación de la economía desde la crisis financiera —a pesar de los tipos de interés cero y casi nulos— presenta un enigma a la escuela dominante de los macroeconomistas del Nuevo keynesianismo. Muchos han intentado resolver el enigma argumentando que unos tipos de interés tan bajos y sin precedentes no son obra de la Reserva Federal y, por lo tanto, no indican una política monetaria expansionista. Aunque no es formalmente un neokeynesiano, George Selgin ha asumido y defendido vigorosamente esta posición. Según Selgin, la opinión de que los tipos de interés han sido «mantenidos bajos» por «las políticas de dinero fácil de la Reserva Federal» se basa en un «mito». «La pura verdad», según Selgin, «es que los tipos de interés han estado bajos desde los últimos meses de 2008, no porque la Reserva Federal los haya mantenido deliberadamente así, sino en gran parte debido a su equivocado intento, en 2008, de evitar que cayeran en primer lugar». De hecho, en opinión de Selgin, la política monetaria de la Reserva Federal ha sido en realidad «demasiado estricta» desde 2008.

Joseph T. Salerno, «Sí, la Reserva Federal realmente está manteniendo bajos los tipos de interés,» *Mises Wire* (26 junio 2017).

Analicemos el argumento de Selgin, que consiste en una serie de afirmaciones empíricas y teóricas. Empezaremos con sus afirmaciones empíricas. Selgin sostiene que la política de «expansión cuantitativa» (QE) «representaba una flexibilización de la política monetaria sólo en un sentido ceteris paribus». Es decir, la QE habría ampliado la oferta de dinero si no hubiera sido neutralizado por otras políticas de la Fed. Estas políticas incluyen el pago de intereses sobre el exceso de reservas (IOER) y el Programa de Financiación Suplementaria del Tesoro (SPF), que o bien aumentó la demanda de los bancos comerciales de las reservas que la Reserva Federal estaba creando (IOER), o las canalizó a una cuenta especial del Tesoro en la Reserva Federal (SPF). Ahora bien, es cierto que en teoría estos programas podrían compensar o incluso revertir el efecto expansivo de la QE en la oferta de dinero. Pero es fácil determinar el efecto real de estos programas simplemente examinando los datos sobre las tasas de crecimiento de los agregados monetarios desde 2008. Curiosamente, en lugar de seguir este procedimiento obvio y simple, Selgin presenta un único gráfico que muestra los cambios en el total de depósitos en los bancos de la Reserva Federal mantenidos por el Tesoro bajo la Cuenta de Financiación Suplementaria, comentando: «En un momento dado... el programa SPF por sí solo inmovilizó casi 559.000 millones de dólares en dinero base impidiendo que sirviera de base para la creación de dinero del sector privado [es decir, el banco de reserva fraccionada]». Pero el gráfico de Selgin muestra que esta gran neutralización de las reservas sólo se produjo durante unos meses en 2008, y nunca dejó de lado más de 200.000 millones de dólares en reservas desde 2009 hasta principios de 2011, cuando el programa fue terminado. Más importante aún, este gráfico no nos da ninguna indicación del efecto neto de la combinación de la QE y los programas compensatorios en el crecimiento monetario.

De hecho, como podemos ver en el Gráfico 1, durante los casi seis años desde mediados de 2011 hasta 2017, las tasas de crecimiento interanual (YOY) de la M2 y la MZM variaron entre el 5% y el 10%. Selgin admite que la política de la IOER no logró evitar que la tasa efectiva de los fondos federales disminuyera hasta el «límite cero», aunque rebate que sí logró alentar a los bancos a acaparar algunas de las reservas recién creadas en lugar de usarlas para comprar activos y así crear nuevo dinero. Pero una vez más hay que preguntarse: ¿por qué Selgin no examina directamente las variaciones en las tasas de crecimiento de la oferta monetaria desde 2008? Cabe señalar que las tasas de crecimiento monetario durante el período posterior son comparables a las tasas durante el período previo a la burbuja inmobiliaria de principios de 2002 a 2005, y pueden ser ligeramente superiores a ellas.

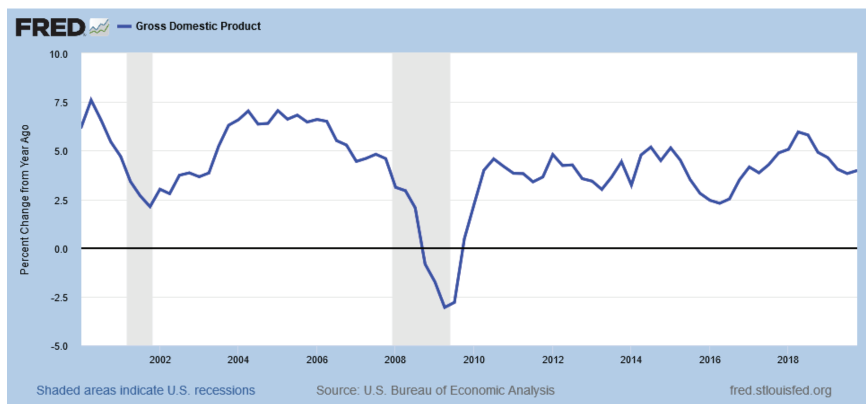
GRÁFICO 1



Otra de las afirmaciones empíricas de Selgin que puede probarse fácilmente con los datos es que no hay pruebas de que la Reserva Federal haya estado siguiendo una «política monetaria barata», porque la facilidad monetaria debe conducir a «un eventual aumento del gasto nominal, si no de la tasa de inflación». Sin embargo, como todo el mundo sabe, ninguna de estas cosas sucedió». A continuación, Selgin muestra gráficos que muestran que el crecimiento del PIB fue negativo entre septiembre de 2008 y el mismo mes de 2009 y que la tasa de inflación cayó al 1,00 por ciento o en territorio negativo (si excluimos los alimentos y la energía) durante seis meses a partir de marzo de 2009. Sin embargo, sus gráficos nos llevan sólo hasta finales de 2009, lo que apenas prueba la afirmación de Selgin de que la Reserva Federal no aplicó una política de flexibilización monetaria porque nunca se produjo un «*eventual* aumento» del PIB, es decir, de los gastos nominales, y la inflación. (Énfasis añadido).

Como muestra el gráfico 2, casi inmediatamente después del período que considera Selgin, la tasa de crecimiento del PIB de la YOY se disparó hasta casi el 5%. Entre 2010 y 2017 fluctuó en un rango entre el 2,5% y el 5,0%. Para los estándares de Selgin, esto es seguramente evidencia de una política monetaria expansiva. En efecto, en su libro *Less Than Zero*, Selgin (1997, págs.

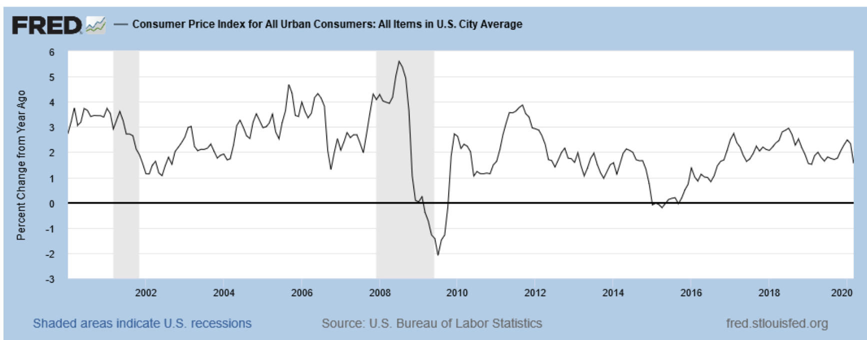
GRÁFICO 2



64-66) aboga por la estabilización de la tasa de crecimiento del PIB nominal en un 0% anual, permitiendo así que el nivel de precios disminuya naturalmente en respuesta a los aumentos de la productividad del trabajo (o del factor total) inducidos por el progreso tecnológico y la acumulación de capital.

Y, de hecho, como vemos en el Gráfico 3, fuera del período que abarca el final de la Gran Recesión y sus secuelas inmediatas, el único período en el que el IPC estuvo en o ligeramente por debajo de cero ocurrió en los primeros nueve meses de 2015, cuando los precios del petróleo se hundieron. Durante la mayor parte del resto del período, la tasa de inflación fluctuó entre el 1% y el 2%, con dos picos multi-mensuales en el rango del 2%-3% y un pico en el rango del 3%-4%.

GRÁFICO 3




Cabe señalar también que las tasas de inflación positivas se produjeron ante una caída sostenida de la velocidad de los agregados monetarios M2 y MZM que comenzó en 2006, como se muestra en el gráfico 4. Si la Reserva Federal se hubiera limitado a compensar este «choque del lado de la demanda», por utilizar la terminología neokeynesiana, como insta Selgin en *Less Than Zero*, entonces la tasa de inflación debería haber sido negativa para reflejar el crecimiento de la productividad laboral a una tasa anual media del 1,2% (gráfico 5). Así pues, la economía de los Estados Unidos desde 2009 ha experimen-

tado ciertamente una «inflación relativa», que Selgin (1997, pág. 55) define como «el aumento de los precios de producción en relación con los costos unitarios». Pero Selgin no da ninguna explicación de cómo una inflación relativa —y durante la mayor parte del período, absoluta— podría desarrollarse

GRÁFICO 4

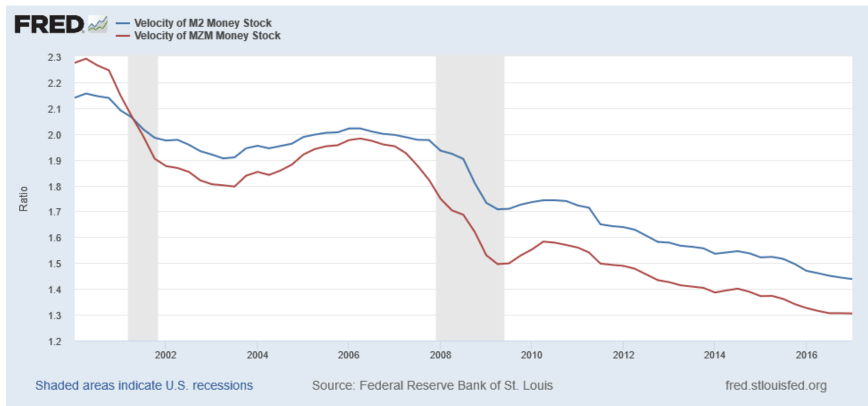
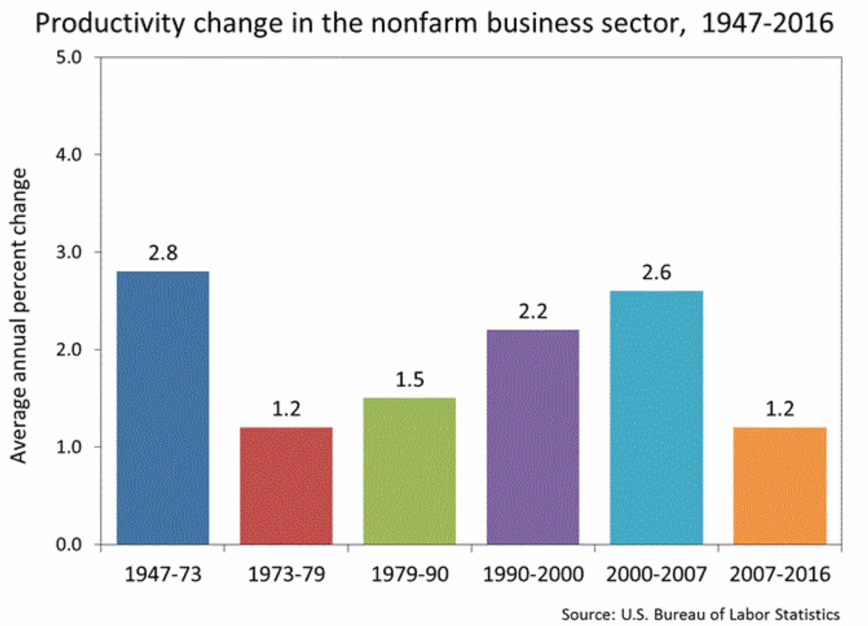



GRÁFICO 5



y mantenerse durante siete años en ausencia de una política monetaria expansiva de la Reserva Federal.

Teniendo en cuenta estos datos, debemos rechazar la conclusión empírica de Selgin de que la Reserva Federal no aplicó una política monetaria expansiva después de la crisis financiera y que sus

> ... compras de activos sin precedentes, que normalmente se podría haber esperado que dieran lugar a aumentos aproximadamente proporcionales del dinero en sentido amplio, el gasto, la inflación y los tipos de interés nominales, afectaron a esas variables sólo modestamente, si es que lo hicieron, y lo hicieron en su mayor parte limitando su tendencia a la baja, más que aumentándola en sentido absoluto.

El dinero en sentido amplio, el gasto nominal y los precios experimentaron un aumento sostenido y progresivo en términos absolutos durante un período en el que la velocidad disminuyó de manera constante y la productividad laboral aumentó, lo que según el propio Selgin indica una relajación monetaria.

Además de los defectos empíricos de su caso, Selgin descarta la aplicación del análisis «(relativamente) probado» de la política del banco central de reducir el tipo de interés por debajo de su nivel natural. Este es el análisis de Wicksell del proceso acumulativo y Selgin parece confundido sobre las implicaciones empíricas y los fundamentos conceptuales de la teoría. En cuanto a las implicaciones empíricas, Selgin cita a Larry White:

> Si el banco central quiere *mantener* el tipo de mercado bajo ante el efecto del ingreso nominal, debe *acelerar* la inyección monetaria. Las tasas reales a corto plazo han sido negativas , y las tasas nominales cercanas a cero, desde hace ocho años, con pocos signos de aceleración

> del crecimiento del dinero en sentido amplio o de un aumento de la tasa de inflación.

Basándose en este razonamiento, White, con Selgin presumiblemente de acuerdo, descarta «el escenario de proceso acumulativo wickselliano... como un candidato viable para explicar por qué las tasas actuales se han mantenido tan bajas desde 2008».

Ahora, la descripción de White del proceso acumulativo no concuerda con la de Wicksell. Para Wicksell, la continuación del proceso no requiere «acelerar el crecimiento monetario», lo que implica «una tasa de inflación creciente». La afirmación de Wicksell (2007, págs. 196, 201) es mucho más modesta:

> La subida de los precios, ya sea pequeña o grande al principio, no puede cesar mientras la causa que la originó siga operando; es decir, mientras el tipo de interés de los préstamos siga siendo inferior al tipo normal... La reducción del tipo de interés de los préstamos por debajo del tipo natural...en sí misma tiende a provocar un aumento progresivo de los precios de todos los productos básicos.

En otro lugar Wicksell (pág. 148) comenta su modelo del proceso acumulativo: «Es posible de esta manera imaginar un aumento constante, y más o menos uniforme, de todos los salarios, rentas y precios (expresados en dinero)».

Así pues, en el análisis de Wicksell, la divergencia entre las dos tasas implica sólo un aumento acumulativo del *nivel de* precios y, por tanto, del *nivel* de la oferta monetaria a una tasa «constante», y no necesariamente un aumento continuo de la *tasa de inflación* y de la tasa de crecimiento monetario. En su presentación del modelo de Wicksell, Carl Uhr (págs. 235 a 41) demuestra que el proceso acumulativo puede continuar indefinidamente con un aumento constante del 1,00% anual de los ingresos nominales y del nivel de precios. Así pues, el

«efecto del ingreso nominal» de White sólo requiere un cambio de nivel en la cantidad de dinero y en los precios, y no un cambio de tasa en estas variables. Esto queda claro en la «única reserva» que Wicksell expresó sobre su modelo, según Uhr (p. 241): «a saber, que toda la secuencia se basaba en el supuesto de que los empresarios y otros actúan y reaccionan sólo a los precios actuales en sus períodos de planificación». Sólo cuando se introduzcan las expectativas inflacionistas, según Wicksell, «el aumento real será cada vez más rápido». Podemos concluir, entonces, que la dinámica del proceso acumulativo wicksell-iano es completamente consistente con los datos presentados en los gráficos anteriores.

Esto nos lleva a la opinión de Selgin de que la tasa natural es fundamentalmente inobservable y debe ser inferida a partir de «una masa de estudios empíricos». Así, Selgin cita un gráfico al que se refiere Janet Yellen que indica que la tasa natural ha sido negativa desde 2008. Pero este es un caso de identidad equivocada. Porque la tasa que Selgin identifica no es la tasa natural de Wicksell sino el concepto de Keynes de la tasa «neutral» u «óptima». De hecho, Keynes rechazó explícitamente la tasa natural de Wicksell como no «muy útil o significativa». Lamentablemente, hoy en día, los términos «tipo neutro» y «tipo natural» se utilizan indistintamente para designar la tasa que Keynes consideró de importancia política. Cuando Bernanke, Krugman, Yellen y otros nuevos keynesianos se refieren al tipo natural, tienen en mente el tipo de interés que es coherente con el pleno empleo de los recursos en alguna tasa de inflación dirigida y no acelerada. El objetivo del banco central es descubrir y establecer esta tasa ficticia en los mercados financieros, lo que a su vez impulsará el gasto de inversión y la tasa real de retorno de la inversión a niveles coherentes con la estabilidad de la economía real.

Esta noción neokeynesiana del tipo natural contrasta fuertemente con la concepción de Wicksell. Según Wicksell (p.

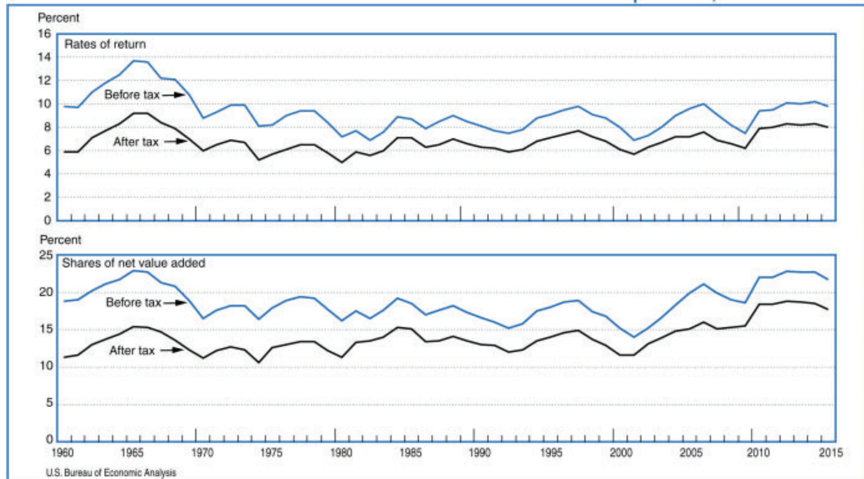
205), quien fue un seguidor de Böhm-Bawerk y un teórico del capital austriaco, «el tipo de interés natural [es] el rendimiento real del capital en la producción». El tipo natural es, por lo tanto, un precio «intertemporal», o la relación de precios entre el consumo actual y el consumo futuro (tal como se encarna en los bienes de capital), y está total y directamente determinada por la inversión de capital en el sector real de la economía. Por lo tanto, el tipo de interés del préstamo es un reflejo del tipo natural. Como dijo Wicksell (p. 192): «Ese tipo de préstamo que es una expresión directa del tipo real, lo llamamos el tipo normal.» Esta tasa de préstamo «normal» o «natural» se deriva de la tasa natural de retorno de la inversión en toda la estructura de capital de la economía y se mueve casi al mismo ritmo: «El tipo de interés al que coinciden exactamente *la demanda de capital de préstamo y la oferta de ahorros*... corresponde más o menos al rendimiento esperado del capital recién creado». (La mayor parte de este párrafo está extraído de una publicación mía anterior).

Por lo tanto, no es necesario realizar estudios econométricos y otros estudios empíricos para determinar la tasa natural. El tipo de interés natural no es más que el tipo básico o de largo plazo de retorno de la inversión en la estructura real de la producción. Este tipo de interés fundamental o, lo que Mises llamó, «originario», rige el tipo de interés de los mercados financieros, y no al revés, como dirían Keynes y sus discípulos modernos. Para Wicksell y los austriacos, es el perro de la economía real que mueve la cola del sector financiero. En consecuencia, todos y cada uno de los intentos de los bancos centrales de reducir el tipo de interés a través de la política monetaria crean inevitablemente una divergencia entre los tipos de interés reales y naturales e inician el proceso acumulativo inflacionario de Wicksell. El cese completo de las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal permitiría muy pronto que el tipo de interés subyacente de todos los instrumentos financieros

volviera a su nivel natural en consonancia con la tasa básica de rendimiento de la inversión real dictada por las preferencias de consumo/ahorro voluntarias de la población.

Pero qué hay de la afirmación de Selgin y de los nuevos keynesianos de que la tasa natural teórica en sí misma se ha hundido a través del límite cero y, por lo tanto, el proceso acumulativo inflacionario wickselliano no se aplica, porque la Reserva Federal no tiene todavía las herramientas para empujar la tasa nominal lo suficientemente por debajo de cero. En primer lugar, esta afirmación es absurda a primera vista, porque equivale a la afirmación de que los capitalistas están invirtiendo en bienes de capital reales con una tasa de rendimiento negativa, a pesar de la existencia de la ley universal de la preferencia temporal.

GRÁFICO 6




En segundo lugar, no necesitamos «una masa de estudios empíricos» para confirmar que la tasa natural no se ha hundido en territorio negativo y puede incluso haber aumentado por encima de su nivel anterior a la crisis. Consideremos el

gráfico que figura a continuación, que aparece en una publicación de la Oficina de Análisis Económico de los Estados Unidos (BEA) y está construido a partir de los datos de las cuentas nacionales de ingresos y productos de los Estados Unidos (NIPA). En el panel superior se traza el promedio anual antes de los impuestos y después de las tasas de retorno de las empresas no financieras de los Estados Unidos para el período 1960-2015. Estas tasas se calculan como la relación entre el superávit neto de la empresa y sus existencias netas de activos producidos (es decir, los bienes de capital más las existencias valoradas al costo actual). El numerador de la tasa es el superávit de explotación neto, que es la suma de los beneficios de la empresa y algunos elementos menores. Los beneficios empresariales son un compuesto de lo que el economista llamaría beneficio puro o empresarial y el retorno a la inversión de capital (el aplazamiento del consumo). La mayoría de los «beneficios empresariales» consisten en el retorno normal o natural a la inversión de capital, ya que los beneficios puros son nulos en una economía «estacionaria» o sin crecimiento, y son ligeramente positivos en la economía estadounidense, que progresa lentamente, donde el ahorro, la inversión y la producción real per cápita crece lentamente. Nótese que la tasa media de rendimiento después de impuestos alcanzó un máximo decenal del 7,6% en 2006 y luego cayó durante el resto de la década a un mínimo del 6,2% en 2009. Luego subió bruscamente en 2010 hasta el 7,9% y se ha mantenido en el 8,0% o más hasta 2015. Estas variaciones ciertamente no hablan de un colapso de la tasa natural después de la crisis financiera.

15

# Por qué el gobierno odia el dinero en efectivo

### por Joseph T. Salerno

En abril se anunció que Grecia estaba imponiendo un recargo a todas las retiradas de efectivo de las cuentas bancarias para disuadir a los ciudadanos de vaciar sus cuentas. Así que ahora los griegos tendrán que pagar un euro por cada 1.000 euros que retiren, lo que supone una décima parte de un porcentaje. No parece muy grande, pero el *principio* en juego es extremadamente grande porque lo que están haciendo es romper el tipo de cambio entre una unidad de depósitos bancarios y una unidad de moneda.

¿Por qué harían esto? ¿Por qué *querrían* hacer esto? Bueno, es una de las políticas anti-efectivo que los economistas principales han estado promoviendo vigorosamente.

## Allanando el camino para el interés negativo

Para facilitar los cálculos e ilustrar el efecto, digamos que el «recargo» griego es de diez dólares por cada 100 dólares retira-

Joseph T. Salerno, «Por qué el gobierno odia el dinero en efectivo,» *The Austrian* 1, no. 4 (julio/agosto 2015). Este artículo fue adaptado de una charla dada en el Círculo Mises del área de Nueva York en Stamford, Connecticut.

dos. Ahora, en lugar de poder convertir un euro en su cuenta corriente en un euro en efectivo, a petición, sólo podrá comprar un euro en efectivo gastando 1,10 euros en sus cuentas bancarias. Eso es una tasa negativa del 10 por ciento en algún sentido. Es decir, sólo puedes sacar un euro del banco si estás dispuesto a pagar 1,10 euros. Así que, en realidad sólo obtendrías noventa centavos por cada dólar que quisieras retirar y eso es muy significativo porque significa que será más caro comprar un artículo con dinero en efectivo que con depósitos bancarios.

Al mismo tiempo, el gobierno griego dejó muy claro que si depositas el dinero en los bancos, no obtienes 1,10 euros de dinero bancario por cada euro que deposites.

Así que el sistema está ahora estructurado para bloquear el dinero en los bancos. Ahora, ¿qué les permite hacer eso? Si pierdes el 10 por ciento cada vez que retiras un euro en efectivo, pueden bajar la tasa de interés que obtienes de los depósitos bancarios a un 5 por ciento negativo, o un 6 por ciento negativo. No retirarías el dinero de los bancos aunque el tipo de interés fuera negativo.

Lo que estamos presenciando es una guerra contra el dinero en efectivo en la que los gobiernos hacen ilegal o inconveniente el uso de dinero en efectivo. Esto, a su vez, permite a los gobiernos la capacidad de espiar y regular las transacciones financieras de manera más completa, mientras que también permite a los gobiernos más libertad de acción para manipular el suministro de dinero.

## Los orígenes de la guerra del dinero

Todo comenzó realmente con la Ley de Secreto Bancario de 1970, aprobada en los EEUU, que requiere que las instituciones financieras de los Estados Unidos ayuden a los organismos gubernamentales de los EEUU a detectar y prevenir el lavado

de dinero. Esa fue la razón. Específicamente, la ley requiere que las instituciones financieras mantengan registros de pagos en efectivo y presenten informes de compras en efectivo o instrumentos negociables de más de 10.000 dólares como cantidad diaria total. Por supuesto, todo esto se vende como una forma de rastrear a los criminales.

El gobierno de EEUU también emplea otros medios para hacer la guerra con el dinero en efectivo. Hasta 1945, había billetes de 500, 1.000 y 10.000 dólares en circulación. Incluso había un billete de 100.000 dólares en la década de 1930 con el que los bancos hacían compensaciones entre sí. El gobierno de los EEUU dejó de emitir estos billetes en 1945 y en 1969 los retiró todos de la circulación. Así que, con el pretexto de combatir el crimen organizado y el lavado de dinero, lo que realmente ocurrió es que hicieron muy inconveniente el uso de efectivo. Un billete de cien dólares hoy en día tiene un poder adquisitivo de 15,50 dólares en 1969, cuando retiraron los últimos billetes grandes.

## El problema es internacional

La guerra contra el dinero en efectivo en Suecia ha ido probablemente más lejos y los gobiernos escandinavos en general son notables por su oposición al dinero en efectivo. En las ciudades suecas, los billetes de los autobuses públicos ya no se pueden comprar en efectivo, sino que se deben comprar por adelantado con un teléfono móvil o un mensaje de texto, es decir, a través de cuentas bancarias.

El vicegobernador del Banco Central de Suecia se regodeó, antes de su jubilación hace unos años, de que el dinero sobrevivirá «como el cocodrilo», aunque se vea obligado a ver su hábitat reducido gradualmente.

La analogía es apropiada ya que tres de los cuatro principales bancos suecos combinados tienen más de dos tercios de

sus oficinas que ya no aceptan o pagan en efectivo. Estos tres bancos quieren eliminar gradualmente el manejo manual de efectivo en sus oficinas a un ritmo muy rápido y lo han estado haciendo desde 2012.

En Francia, los opositores al dinero en efectivo trataron de aprobar una ley en 2012 que restringiría el uso del dinero en efectivo de un máximo de 3.000 euros por cambio a 1.000. La ley fracasó, pero luego hubo el ataque a Charlie Hebdo y a un supermercado judío, por lo que inmediatamente el estado usó esto como una razón para obtener el límite máximo de 1.000. Consiguieron su límite máximo. ¿Por qué? Bueno, los defensores afirman que estos ataques fueron parcialmente financiados por dinero en efectivo.

Los terroristas usaron dinero en efectivo para comprar algunas de las cosas que necesitaban. Sin duda, estos asesinos también usaron zapatos y ropa y usaron celulares y autos durante la planificación y ejecución de su caos. ¿Por qué no prohibir estas cosas? Un terrorista descalzo y desnudo sin comunicaciones es seguramente menos efectivo que uno completamente vestido y equipado.

Por último, Suiza, que antes era un gran bastión de la libertad económica y la privacidad financiera, ha sucumbido bajo las tácticas de mano dura del gobierno de los Estados Unidos. El gobierno suizo ha prohibido todos los pagos en efectivo de más de 100.000 francos (unos 106.000 dólares), incluidas las transacciones relacionadas con relojes, bienes inmuebles, metales preciosos y automóviles. Esto se hizo bajo la amenaza de ser incluido en la lista negra de la Organización de Desarrollo Económico, con los EEUU sin duda empujando entre bastidores. Las transacciones superiores a 100.000 francos tendrán que ser procesadas a través del sistema bancario. La razón es prevenir el delito general, por supuesto, de lavado de dinero.

El Banco Chase también se ha unido recientemente a la guerra del dinero en efectivo. Es el banco más grande de los

EEUU, una subsidiaria de J.P. Morgan Chase and Co., y según Forbes, la tercera empresa pública más grande del mundo. También recibió 25 mil millones de dólares en préstamos de rescate del Tesoro de EEUU A partir de marzo, Chase comenzó a restringir el uso de efectivo en determinados mercados. La nueva política restringe a los prestatarios el uso de efectivo para hacer pagos de tarjetas de crédito, hipotecas, líneas de equidad y préstamos de auto.

Chase incluso llega a prohibir el almacenamiento de dinero en sus cajas de seguridad. En una carta a sus clientes, con fecha 1 de abril de 2015, relativa a su «contrato de alquiler de cajas de seguridad actualizado», uno de los artículos más destacados dice: «Se compromete a no guardar ningún dinero en efectivo o monedas que no tengan un valor coleccionable». No se explica si esto se refiere a las monedas de oro y plata sin valor coleccionable, pero por supuesto que sí. Como un observador advirtió, «Esta política es inusual, pero como Chase es el banco más grande de la nación, no me sorprendería si empezamos a ver más de esto en esta era de sensibilidad sobre la financiación de terroristas y otras causas ilegales». Así que saque su dinero de esas cajas de seguridad, su moneda y probablemente su oro y plata.

## Sólo se permite el gasto (supervisado)

Gregory Mankiw, un prominente macroeconomista, ideó un esquema en 2009: la Reserva Federal anunciaría que un año después de la fecha del anuncio, tenía la intención de elegir un número del 0 al 9 de un sombrero. Toda moneda con un número de serie que terminara en ese número, perdería instantáneamente su estatus de moneda de curso legal, causando que el rendimiento esperado de la moneda en cartera se desplomara a -10 por ciento. Esto permitiría a la Reserva Federal reducir los tipos de interés por debajo de cero durante un año

o incluso más, porque la gente prestaría felizmente dinero por ejemplo, -2 por ciento o -4 por ciento porque eso les impediría perder un 10 por ciento.

Ahora la razón dada por nuestros gobernantes para suprimir el dinero en efectivo es mantener la sociedad a salvo de terroristas, evasores de impuestos, lavadores de dinero, cárteles de la droga y otros villanos reales o imaginarios. El objetivo real del flood de las leyes que restringen o incluso prohíben el uso de dinero en efectivo es forzar al público a hacer pagos a través del sistema financiero. Esto permite a los gobiernos ampliar su capacidad de espiar y hacer un seguimiento de los tratos financieros más privados de sus ciudadanos, a fin de ordeñar a sus ciudadanos hasta el último dólar de los pagos de impuestos que reclaman que se deben.

Otras razones para eliminar el efectivo son: 1) apuntalar el inestable sistema bancario de reserva fraccionaria, que se encuentra en un estado de colapso en todo el mundo, y 2) dar a los bancos centrales el poder de imponer tipos de interés nominales negativos. Es decir, para hacer que gasten dinero restando dinero de su cuenta bancaria por cada día que lo dejen en la cuenta bancaria y no lo gasten.

# La economía fallida del “neoliberalismo”

16

# ¿Cuál es la diferencia entre liberalismo y «neoliberalismo»?

**por Ryan McMaken**

Es posible que no haya un término del que se haya abusado más en el discurso político moderno que «liberalismo». Originalmente describía la ideología del libre comercio del gobierno limitado, la izquierda anticapitalista adoptó el término en la década de los treinta y cambió su significado a lo contrario de lo que significaba en el siglo XIX.

Sin embargo, el liberalismo nunca perdió del todo su significado correcto y en la mayoría del mundo en los países hispanoparlantes, por ejemplo, la palabra «liberalismo» sigue significando a menudo la ideología del libre comercio y los mercados libres. Solo los derechistas estadounidenses parecen usar el término como peyorativo a arrojar a la izquierda anticapitalista. Aun así, incluso en Estados Unidos, con una izquierda que ha rehuido el término a favor del más moderno «progresista», el uso de «liberalismo» en las invectivas políticas parece estar desvaneciéndose.

Y por si esto no fuera bastante complicado, al liberalismo se le ha endosado otra vez una nueva variación, cuyo significado no está claro: «neoliberalismo».

Ryan McMaken, «¿Cuál es la diferencia entre liberalismo y «neoliberalismo»?, *Mises Wire* (21 octubre 2016).

¿Qué es el neoliberalismo? Bueno, parece que, al menos para sus críticos, «neoliberalismo» normalmente no significa nada más que «liberalismo».

## "Neoliberalismo" como término peyorativo para el liberalismo de laissez-faire

Para tener una impresión del uso común de un término, nunca es malo mirar en Wikipedia y, en este caso, descubrimos que de un eoliberalismo es simplemente liberalismo:

> El neoliberalismo es un término polémico que se refiere principalmente al resurgimiento en el siglo XX de las ideas del siglo XIX asociadas con el liberalismo económico del laissez-faire. Estas incluyen políticas de liberalización económica extensiva, como privatización, austeridad fiscal, desregulación, libre comercio y reducciones en el gasto público para potenciar el papel del sector privado la economía.

¿Pero por qué es un término polémico? La polémica deriva del hecho de que el término se utiliza principalmente como peyorativo y no como una descripción de buena fe para indicar una ideología.

En un estudio de 148 artículos ssobre economía política que usan el término, los autores Taylor Boas y Jordan Gans-Morse descubrían que el término «neoliberalismo» casi nunca se usa desde un punto de vista positivo. El estudio descubría que el 45% de las veces el término se usa de forma neutral, pero el 45% de las veces se usa para retratar al liberalismo de una manera negativa. Solo un 3% de las veces se usaba el término de una manera pensada para mostrar los mercados libres desde un punto de vista positivo.

En otras palabras, «neoliberalismo» es en realidad solo un lema antiliberal.

Boas y Gans-Morse cotinúan:

> Un indicador significativo de la connotación negativa del término es que prácticamente *nadie* se identifica como neoliberal, aunque los intelectuales frecuentemente asocien a otros (políticos, consejeros económicos e incluso compañeros académicos) con este término. Aunque un quinto de los artículos sobre neoliberalismo en nuestra muestra se referían destacadamente a otras personas como neoliberales, en toda nuestra investigación no descubrimos *ni un solo* ejemplo contemporáneo en el que el autor use el término de forma autodescriptiva.

Además, como señalan Boas y Gans-Morse: «neoliberalismo» se usa menudo para «denotar (…) una aplicación radical y de amplio alcance de la economía de libre mercado sin precedentes en velocidad, ámbito o ambición». Para quienes deseen parecer «razonables» y no radicales, las connotaciones del neoliberalismo de estar radicalmente a favor de los mercados libres proporcionan una razón adicional para evitar identificarse con el término.

Esta falta de voluntad de identificación se extiende a mises.org, aunque no por la razón de evitar el radicalismo. Como editor, he publicado más de un artículo aquí que hace distinciones entre el liberalismo de la Escuela Austriaca y los llamados neoliberales. La reseña de Philipp Bagus «Por qué los austriacos no son neoliberales» explica con detalle muchas de estas distinciones. En otro artículo, Guido Hülsmann describe la batalla del propio Ludwig von Mises contra un grupo temprano de neoliberales en la Sociedad Mont Pelerin. A los ojos de Mises, los neoliberales eran relativamente liberales (comparados con los socialistas doctrinarios), pero eran intervencionistas que estaban a favor de la banca centralizada y el estado burocrático regulador. Entonces como ahora, el problema central con los neoliberales giraba en torno a su despreocupada actitud hacia

los bancos centrales inherentemente antimercado y el dinero creado por el gobierno.

Para quienes entendemos los detalles del mercado en las ideas liberales, estas distinciones son evidentes.

Sin embargo, para los izquierdistas antiliberales que miran desde fuera, austriacos, Escuela de Chicago y neoclásicos probablemente les parezcan aproximadamente lo mismo. Todos estos «neoliberales» dicen cosas buenas acerca de los mercados de libre comercio, así que todos deben estar de acuerdo con esos neoliberales del Fondo Monetario Internacional. O eso suponen. Después de todo, ¿no escuchamos al FMI hablar de la importancia del libre comercio y los presupuestos equilibrados y de limitar el gasto público? El hecho de que el FMI apoye la banca centralizada, los rescates bancarios y los acuerdos corporativistas para gente con relaciones políticas se pierde en aquellos que solo ven el ostensible apoyo a los mercados del FMI. Así que los antiliberales ponen juntos a la Presidenta del FMI Christine Lagarde y a Ludwig von Mises.

Por ejemplo, en Reino Unido es fácil encontrar artículos que igualan el neoliberalismo con las supuestas políticas de libre mercado de Ronald Reagan y Margaret Thatcher. En este artículo de *The Guardian*, por ejemplo, George Monbiot ve el thatcherismo y el reaganismo como las vanguardias de una supuesta hegemonía de librecambismo duro que sufrimos hoy.

## El movimiento antineoliberalismo es solo un movimiento anticapitalista

Naomi Klein, eterna crítica del neoliberalismo, ve la popularidad del movimiento de Bernie Sanders como una derrota del neoliberalismo. En una entrevista reciente en la radio, dijo:

> Así que el neoliberalismo perdió la discusión. Perdió la discusión en la medida en que no solo estaba ahí Bernie

> calificándose como socialista, ni pidiendo perdón por ello, dando estos argumentos que, ya sabes, nosotros… no reducciones en matrículas, sino universidad gratis, ya sabes, solo ir más allá, 100% de energías renovables, ir hasta el final y la gente gritaba. Y obligó a Hillary Clinton a moverse a la izquierda. Y también vemos que incluso Donald Trump tuvo que liberarse de las normas, del libro de normas neoliberales, acabar con los acuerdos de libre comercio, prometer defender la red de seguridad social, para construir su base electoral.

En otras palabras, para Klein una victoria contra el neoliberalismo conlleva ecologismo de extrema izquierda, oposición a libre comercio, «universidad gratis» y «moverse a la izquierda» en general.

No es sorprendente que a veces Klein y otros opositores al neoliberalismo tengan razón *por casualidad*. A menudo se oponen (correctamente) a acuerdos comerciales como el TPP, por ejemplo. Pero lo hacen por razones equivocadas. Se oponen a estos acuerdos comerciales, no porque sean extensiones del Estado regulatorio corporativista, sino porque los antiliberales ven erróneamente estos acuerdos comerciales como favorables al libre comercio y los mercados libres reales.

## Oponerse tanto a los neoliberales como a los antiliberales

La conclusión a la que nos vemos obligados a llegar es que los defensores coherentes de laissez-faire están atrapados tanto entre los neoliberales reales (identificados por Mises) como la izquierda anticapitalista y antineoliberal. Si pudieran, los antineoliberales como Klein y Sanders expropiarían y nacionalizarían sectores enteros, el emprendimiento desaparecería, la regulación de las pequeñas empresas las expulsaría del negocio

y el sector financiero funcionaría como una empresa propiedad del estado de hecho (aún más de lo que ya es).

Al mismo tiempo, los neoliberales que se encuentran en el FMI y en los bancos centrales del mundo continúan manipulando la economía global a través de la política monetaria, rescatan a sus compinches favorecidos en las grandes empresas y apoyan políticas corporativistas en General.

Ambos grupos continúan siendo amenazas importantes a la causa del laissez-faire.

17

# Cómo los banqueros centrales de hoy en día amenazan a la civilización

**por Claudio Grass**

Cuando me pidieron que escribiera un artículo sobre el impacto de los tipos de interés negativos y los bonos de rendimientos negativos, pensé que era una oportunidad para ver el tema desde una perspectiva más amplia. Ha habido muchos artículos que especulan sobre las posibles implicaciones y se centran en su impacto a corto plazo, pero no es muy frecuente que un análisis mire un poco más allá en el futuro, tratando de conectar el dinero y su efecto en la sociedad misma.

## ¿Qui bono?

Comencemos con una pregunta básica, que se encuentra en el centro de este tema: ¿Quién se beneficia de un préstamo que está garantizado a pagar menos de la cantidad prestada? Obviamente, es el prestatario y no el prestamista, que en nuestro caso es el Estado y los que están estrechamente relacionados con él. Los tipos negativos y los bonos de rendimientos negativos por definición favorecen a los deudores y castigan a los ahor-

Glaudio Grass, «Cómo los banqueros centrales de hoy en día amenazan a la civilización,» *Mises Wire* (23 diciembre 2019).

radores. Además, estas políticas son una afrenta a los principios económicos básicos y al sentido común. Contradicen todas las ideas lógicas sobre el funcionamiento del dinero y no tienen ninguna base ni precedente en ningún sistema económico orgánico. Así, ahora, además del impuesto oculto que es la inflación, tenemos otro mecanismo que redistribuye la riqueza del ciudadano medio a los que están en la cima de la pirámide.

Así pues, este mismo concepto de una autoridad central capaz de torcer las reglas, incluso cuando el resultado es ilógico, tiene implicaciones que van más allá de las actividades económicas diarias. De hecho, en última instancia divide la sociedad en dos clases, los que se benefician de esta reescritura arbitraria y unilateral de las reglas y los que se ven obligados a pagar el precio aunque nunca lo aceptaron. De hecho, ni siquiera se les preguntó.

## Un sistema de corrupción colectiva

Por supuesto, también podemos considerarlo desde la perspectiva colectiva del llamado contrato social de Rousseau y argumentar que este sistema de redistribución abierta (impuestos) y encubierta (política monetaria) es legítimo, o incluso benigno. Puede que todavía creas que el Estado se ocupará de ti en el futuro, y por lo tanto está dispuesto a sacrificar una parte de su riqueza y ahorros hoy para asegurarse de que eso suceda. En ese caso, es útil recordar que el actual sistema de banca central no es tan antiguo. Sólo ha existido durante unos cien años, o dos ciclos de deuda a largo plazo combinados. El primer ciclo terminó cuando el presidente Nixon intentó oficialmente desmonetizar el oro en 1971, potenciando un sistema centralizado por el que unos pocos deciden quién recibe primero la moneda y a qué tipo de interés, permitiéndoles crear burbujas en ciertas clases de activos, proteger diferentes industrias clave y utilizarlo para financiar guerras y enriquecer a los políticos y a sus allegados.

Hasta ahora, el crédito total a escala mundial se sitúa en torno a los 240 billones de dólares. Es difícil concebir tal número, pero si se considera que 1 billón de segundos equivale a 31.709 años, se podría empezar a entender cómo se ha apalancado el sistema. Nunca debemos olvidar que la deuda es siempre el consumo adelantado. Dicho esto, las deudas deben ser pagadas o perdonadas - no hay otro resultado. Además, la cantidad de deuda que un sistema puede asumir es limitada, y cuando un sistema basado en el crédito no puede crecer más, el resultado lógico es el colapso de todo el sistema. Como Ludwig von Mises describió esto hace mucho tiempo,

> No hay forma de evitar el colapso final de un auge provocado por la expansión del crédito. La alternativa es sólo si la crisis debe llegar antes como resultado del abandono voluntario de una mayor expansión del crédito, o más tarde como una catástrofe final y total del sistema monetario involucrado.

Esta es la razón por la que los bancos centrales comenzaron a tratar de evitar este colapso sistémico llevando las tasas de interés por debajo de cero y permitiendo a los grandes jugadores endeudarse gratuitamente y reducir su carga de deuda al mismo tiempo. Esto, por supuesto, es algo que ya hemos presenciado ampliamente durante la última década y es sólo cuestión de tiempo hasta que más bancos centrales, incluyendo la Reserva Federal, usen la misma táctica fraudulenta para dejar salir algo de aire del globo, y para desapalancar al deudor a costa del ahorrador. Sin embargo, es muy cuestionable si esto se puede gestionar con éxito, especialmente porque la demografía ha sido un problema durante décadas en Occidente, haciendo del crecimiento un problema también. Los gobiernos aplicaron una política de inmigración masiva para luchar contra esta tendencia de envejecimiento de la población, pero su ejecución ha sido desastrosa; en lugar de rejuvenecer

las naciones y estimular la productividad, ha terminado por aplastar los sistemas nacionales de bienestar.

Por lo tanto, es evidente que el camino actual que han elegido los gobiernos y los bancos centrales es totalmente insostenible y que sus intentos de «parches» a corto plazo tienen pocas esperanzas de detener la inevitable implosión, que ya lleva décadas en ciernes. Fingir lo contrario es tan inútil como ingenuo. Como dijo Ayn Rand,

> Podemos ignorar la realidad, pero no podemos ignorar las consecuencias de ignorar la realidad.

## El efecto de «descivilización»

Los tipos de interés negativos son un gran ejemplo de estos parches a corto plazo, sólo que en este caso, no sólo son inútiles como una cura para nuestros males económicos, sino que en realidad hacen más daño que bien.

El resultado de esta política es que el tiempo se vuelve inútil. Como el dinero ganado con esfuerzo, reservado para un día de lluvia o para la educación de los hijos, en lugar de apreciar, como dictaría la lógica, disminuye día a día, ya no tiene sentido producir y ahorrar. La motivación básica para que cada individuo se levante por la mañana y se esfuerce por alcanzar un nivel de vida más alto se elimina, y el tiempo, por lo tanto, se convierte en una dimensión sin ningún valor. Si la gente no puede ahorrar más, por decreto del gobierno, entonces no hay otra manera que consumir. Y con todas las opciones de inversión tradicionalmente seguras desaparecidas, sólo les queda la opción de especular en los mercados financieros amañados, y el enorme riesgo que ello conlleva, especialmente ahora, cuando nos estamos acercando al final de un ciclo de deuda a largo plazo.

El individuo se convierte así cada vez más en un dependiente del Estado, ya que la base de una vida libre es la indepen-

dencia financiera y la capacidad de tener ahorros que lo mantengan autosuficiente. El fundamento de un sistema exitoso requiere que los individuos vivan una vida decente, sabiendo que primero deben producir antes de poder consumir.

Las masas están entrenadas y obligadas a consumir y gastar dinero que no tienen para comprar cosas que no necesitan. Nuestro sistema monetario, en combinación con este tipo de política pública, provoca el sobreconsumo de masas, la destrucción de la riqueza, el consumo de capital y la destrucción y explotación de la naturaleza.

Las personas añaden un valor significativo a la sociedad si son capaces de ahorrar, ya que esto les permite invertir en una etapa posterior, una vez que han acumulado todo lo necesario, y así ayudar a otros en sus propios esfuerzos para tener éxito y alcanzar la independencia financiera. Los padres pueden ayudar a sus hijos y los inversores pueden ayudar a las nuevas empresas en ciernes que aportan ideas innovadoras que benefician a la economía y a la sociedad en su conjunto. A medida que este ciclo virtuoso continúa, basado en la productividad, el pensamiento a largo plazo y la gestión financiera responsable, «la marea creciente levanta todos los barcos».

Por el contrario, cuando este proceso natural se interrumpe y se invierte por la fuerza, los efectos son perjudiciales y de gran alcance: el consumo excesivo de masas, la destrucción de la riqueza y la explotación de la naturaleza y el medio ambiente son síntomas de este impulso institucional y masivo hacia el pensamiento a corto plazo y de verse obligado a centrarse sólo en el hoy, a expensas del mañana.

## Implicaciones más amplias

Así pues, lo que está en juego no es sólo la economía mundial, sino el declive acelerado de la cultura occidental, que, basándose en el liberalismo (libertad personal y derechos de propie-

dad privada) y en el cristianismo (responsabilidad personal), sentó las bases de una Europa descentralizada que permitió la competencia de bienes y servicios, pero sobre todo la competencia de ideas. Este peligroso declive tampoco es nada nuevo, ya que comenzó después de la Primera Guerra Mundial, cuando Europa se orientó hacia un enfoque más centralizado, con todo tipo de ideas colectivistas que provocaron todo tipo de cismas que todavía hoy vemos en las sociedades modernas. Hoy en día, vemos una rápida aceleración de este declive, ya que nuestro sistema económico apenas puede mantenerse en pie, y a medida que nuestra política y nuestras sociedades se convierten aún más rápidamente en grupos de identidad tribal o más precisamente en grupos de identidad política, luchando entre sí por disputas sin sentido. Todo el tiempo están distraídos de la verdadera amenaza, la que los gobiernos y los bancos centrales representan para su futuro y el de sus hijos.

Mientras la gente tenga miedo de la libertad y delegue falsamente su responsabilidad propia en una autoridad central, la esperanza es escasa. Es hora de pensar de forma independiente sobre si el sistema centralizado actual tiene realmente sentido, si es sostenible y por cuánto tiempo más. Si las respuestas a estas preguntas te asustan, no tiene sentido esperar que las soluciones vengan de arriba. Es entonces el momento de actuar de forma directa y responsable, con un plan sólido, activos físicos duros de propiedad privada y una estrategia a largo plazo que no dependa de los caprichos y caprichos de los responsables.

# 18

# ¿Qué pensaría Mises hoy de Occidente?

**por Jeff Deist**

## Introducción

Aquellos de nosotros que leemos y disfrutamos de Mises, y que escribió tanto sobre tantas cosas, podríamos preguntarnos qué tendría que decir sobre el estado de Estados Unidos y Occidente en 2019. Después de todo, era sociólogo y filósofo y teórico político, además de economista. Seguramente podríamos usar su perspectiva hoy en día, y mucho de lo que escribió fue profético y todavía relevante.

Por supuesto, siempre es peligroso imaginar lo que cualquier intelectual o pensador difunto pensaría sobre el mundo de hoy y los acontecimientos de hoy, y esto es ciertamente cierto también en el caso de Mises. A todos nos encanta hacer esto, sin embargo. Todos queremos usar a Mises para hacer nuestros puntos de vista sobre el tema X, Y o Z hoy, para confirmar nuestros propios prejuicios o reforzar nuestros argumentos, y

Jeff Deist, «¿Qué pensaría Mises hoy de Occidente?» El siguiente es un extracto de la charla de Jeff Deist en la reciente cumbre del Instituto Mises en Los Ángeles, 27 October 2019.

¿por qué no? Siempre me desconciertan las objeciones fáciles a «apelar a la autoridad»: reconozco que Mises puede estar equivocado y que tú, Sr. Discutidor de Facebook, puede estar en lo cierto. Pero lo dudo.

Se presentan dos problemas. En primer lugar, sabemos lo difícil que es comparar eras en el deporte. ¿Cómo medimos a Babe Ruth y Mickey Mantle contra Barry Bonds o Mike Trout? Mises fue un hombre de la Vieja Europa, nacido antes de la Gran Guerra y la caída de los Habsburgo. Incluso el mundo de Nueva York en 1973 cuando murió está muy lejos del *Woke America 2019*.

En segundo lugar, si pensamos en estudiosos como artistas o músicos, ¿cómo sopesamos su trabajo en su conjunto? ¿Le damos más peso a su trabajo posterior, que representa una visión del mundo más desarrollada? ¿O nos acercamos a su trabajo como una banda de rock, donde *Teoría del dinero y del crédito* su prometedor álbum de primer año y *La acción humana* era su mejor y más vendido? ¿Cuáles fueron sus grandes éxitos?

Es una pregunta muy tensa, teniendo en cuenta que su bibliografía consta de casi 20 libros de tamaño completo, cientos de artículos y monografías, y millones de palabras escritas a lo largo de casi seis décadas. Es desalentador sacar conclusiones simples de una obra tan variada porque la gente cambia con el tiempo. Y por supuesto, mientras que los pensadores brillantes y prolíficos deben ser leídos como autoridades, como ciertamente lo fue Mises con respecto al socialismo, ningún mortal tiene la última palabra dispositiva sobre ningún asunto o tema.

Pero, por supuesto, deberíamos aplicar el consejo de Mises al mundo de hoy. Después de todo, ¿qué sentido tiene aprender de él? Es alguien de quien puedes pasarte la vida leyendo y aprendiendo, alguien cuyo trabajo nunca se siente fechado o irrelevante. Es alguien con quien todavía tenemos que lidiar.

Así que nos preguntamos qué pensará Mises de todo tipo de cosas, como el premio Nobel que su protegido Hayek ganó justo después de la muerte de Mises. O sobre la Austria de hoy, una sombra de su gloria de finales del siglo XIX. O el colapso de la Unión Soviética y el bloque del Este. O sobre el proyecto europeo, especialmente la zona euro, la creación del BCE, y el propio euro, y el estado político de Europa en la actualidad. Sobre la inmigración europea y el Acuerdo de Schengen. Sobre las tasas de interés negativas y la QE y las enloquecidas políticas del banco central en las décadas posteriores a su muerte. Acerca de los bustos de los ciclos económicos de 1987 y 2000 y 2008. Sobre el oro y las criptomonedas. Sobre Trump y la actual generación de demócratas, y Brexit y Merkel y Mario Draghi. Sobre la democracia como mecanismo para la transferencia pacífica del poder político. Sobre los nuevos llamamientos al socialismo en Occidente. Sobre el estado de la economía escolar austríaca. Y podríamos preguntarnos especialmente qué pensaría Mises sobre el estado actual del proyecto liberal que presentó hace 100 años.

## ¿Mises el neoliberal?

¿Está el liberalismo miseseano en retirada en Occidente, o ha triunfado? Sospecho que se sorprendería al descubrir que ahora es visto como una figura central de la ideología dominante del neoliberalismo de hoy en día, de la que estamos seguros que se ha apoderado de todo. Es una forma de liberalismo de ersatz, ciertamente, para la que nadie tiene una definición precisa. Pero podríamos intentarlo:

El neoliberalismo es, en términos generales, el programa básico de los gobiernos occidentales de finales del siglo XX (socialdemocracia, educación pública, derechos civiles, derechos, bienestar, feminismo, derechos LGBT y un cierto grado de gobernanza mundial por parte de organizaciones

supranacionales), junto con el respeto, al menos a regañadientes, del papel de los mercados en la mejora de la vida humana. Esta visión, por supuesto, incluye el intervencionismo occidental (militar, diplomático y económico) en todos los asuntos mundiales, siempre liderado por los Estados Unidos. Los neoliberales son liberales de izquierda que aceptan el papel de los mercados y la necesidad de desarrollo económico como parte de un programa liberal más amplio, junto con la firme creencia en una política exterior neoconservadora. Piense en Bono de U2, o Hillary Clinton.

En otras palabras, el neoliberalismo es una bolsa mixta. La propiedad, lo que Mises consideraba la destilación de todo el programa liberal, ciertamente no es la fuerza animadora en el mundo neoliberal. Pero no pasemos por alto el tibio reconocimiento por parte de los neoliberales de que los mercados funcionan. Esto no se estableció de ninguna manera en la primera mitad del siglo XX, cuando los académicos occidentales nos dijeron que el socialismo era científico e inevitable. Esto por sí solo es un gran logro, y ¿quién hizo más en el siglo XX para defender los mercados que Mises?

Incluso una búsqueda superficial en *The New York Times* y *Washington Post*, alguien tendría que mostrarle cómo hacerlo en Google, revela su nombre mencionado en docenas y docenas de artículos sólo desde 2015. Estas menciones suelen venir en el contexto de cómo los economistas se apoderaron de la política, y por lo tanto la política pública es completamente capturada por los radicales del libre mercado que obtuvieron sus ideas locas de Mises. Este mismo año, un profesor de historia de la Universidad de Alabama publicó un libro titulado *The Marginal Revolutionaries: How Austrian Economists Fought the War of Ideas*, que es un homenaje de izquierda a la influencia continua de la escuela austriaca entre las altas esferas (supuestamente) antisocialistas de los negocios y el gobierno, con Mises como su líder.

Mises, tanto como Hayek, es ahora uno de los avatares favoritos de la izquierda para el liberalismo de mercado. Su nombre es mucho más conocido hoy en día, y su obra es mucho más leída hoy en día, de lo que nunca lo fue durante su vida. ¿Qué más podría esperar un intelectual? Y la mayoría de los grandes nombres de la economía que dominaron el siglo XX, hombres como Arthur Burns, que disfrutaron de posiciones cómodas en Columbia y que más tarde presidieron la Reserva Federal, son hoy en día notas a pie de página. El nombre y el legado de Mises, por el contrario, han sido elevados. Incluso sus peores críticos lo ven ahora no sólo como un gigante no sólo de la economía, sino como una figura de gran influencia en el capitalismo occidental. Este no era el caso cuando murió en 1973.

## La salud de la economía austriaca

El renacimiento póstumo de Mises refleja un repunte de la fortuna más amplia de la economía austriaca en general. Es fácil mirar a los bancos centrales del mundo y pensar que la economía está perdida sin remedio, pero esto echaría de menos una subcorriente muy fuerte en la profesión.

Hace unos años, el profesor Walter Block tuvo un intercambio de correo electrónico con el difunto Dr. Gary Becker, ganador del Premio Nobel en la Universidad de Chicago. Block, un antiguo alumno de Becker, lamentó el trato que reciben los becarios austriacos en algunas revistas académicas. En respuesta, Becker argumentó que gran parte de lo que es bueno e innovador en la teoría austriaca ya ha sido incorporado a la economía dominante.

Becker le recordó a Walter que los austriacos ya habían hecho grandes avances al explicar la imposibilidad del cálculo socialista, al presentar una teoría del emprendimiento y al ser pioneros en el papel del tiempo en la teoría del capital y del interés. Todo esto vino de un economista tan famoso que veía la

escuela austriaca desde un punto de vista imparcial y algo escéptico. Becker no mencionó, aunque apenas lo necesitó, cómo el terremoto conocido como la Revolución Marginal fue en buena parte mengeriana. El punto es que a menudo subestimamos el impacto que los austriacos han tenido tanto en la economía como en la sociedad. Está horneado en el pastel moderno, por así decirlo, así que lo damos por sentado.

Imagine la reacción de Mises al tener virtualmente todos los tratados, libros, papeles y artículos austriacos importantes disponibles en línea de forma gratuita e instantánea, a menudo traducidos a varios idiomas. Imagínese su reacción al número de profesores austriacos y amigos de Austria que enseñan en departamentos de economía y escuelas de negocios de todo el mundo. E imagínese su reacción ante organizaciones como el Instituto Mises, dedicado a hacer avanzar su trabajo. Ciertamente, la escuela austriaca está hoy en día en mejor forma de lo que él podría haberse imaginado, incluso con la degradación de la academia.

Eso no quiere decir que hoy en día tenga una buena opinión de la economía en general. Podría preguntarse por qué personas como Thomas Piketty, Paul Krugman, Binaymin Appelbaum y Noah Smith en *Bloomberg* son considerados economistas en absoluto, por su falta de trabajo sustantivo. Lamentaría la híper-especialización de los economistas, ninguno de los cuales está débilmente equipado para escribir tratados. Ciertamente estaría consternado por el abandono del trabajo teórico por el modelado matemático y estadístico, y por la fusión de disciplinas de moda como la economía del comportamiento con el trabajo académico real.

## Los bancos centrales y el dinero

¿Qué hay de la economía monetaria? Sospecho que le sorprendería la fuerza de la creación de dinero del banco central en las

décadas de 1980, 1990, 2000 y 2010. No vivió para ver la tasa de interés de los fondos federales de Paul Volcker del 20%, e indudablemente vería las tasas actuales de los bancos centrales negativas y cercanas a cero como formas no económicas de alquimia monetaria, una versión de los bancos centrales de los espíritus animales. Sin duda, vería a figuras como Greenspan, Bernanke y Draghi como radicales sin ataduras que inventaron las cosas a medida que avanzaban. No vería los programas como la expansión cuantitativa como una actividad bancaria, sino como meras maquinaciones políticas.

El nuestro no sería un mundo de bancos centrales racional para Mises, que tal vez nunca previó cuánto tiempo podrían funcionar las monedas fiduciarias como dinero político, si los gobiernos suficientemente poderosos las respaldan. También sospecho que él vería que la teoría del ciclo económico que él ayudó a desarrollar no ha sido desarrollada por economistas que reconocen que sus amplias pinceladas son correctas pero carecen de detalles. Sí, la inflación es un fenómeno monetario, y sí, los bancos centrales crean ciclos de mala inversión, auge y caída, pero creo que Mises querría que los austriacos se concentraran hoy en día en entender el momento y la duración.

## La academia y el socialismo

Pero más allá de la economía y la banca, puede que se horrorice al ver cómo las universidades en general se han convertido en lo que él llamó «guarderías del socialismo» aún más hoy que en su época, porque hoy en día los socialistas no se organizan en salones sindicales ni en muelles de carga, sino en departamentos universitarios de sociología. La clase obrera les falló, así que hoy se han convertido en la vanguardia de los académicos intersectoriales. El espíritu animador de Bernie y Elizabeth Warren y Antifa vive en el campus, y creo que Mises lo lamentaría mucho. Creo que sacudiría especialmente la cabeza ante

la creciente cantidad de apoyo al socialismo entre los jóvenes, casi 100 años después de que escribiera el caso definitivo en su contra, y en el contexto de los fracasos colectivistas del siglo XX. Seguramente sería difícil para alguien que creyera tan firmemente en el uso de argumentos en lugar de balas, ver hoy a Occidente retroceder políticamente hacia el colectivismo y el derramamiento de sangre.

## La inmigración y el nacionalismo

En cuanto a la inmigración y al mencionado Acuerdo de Schengen, Mises podría preguntarse de qué se trata todo este alboroto. Lew Rockwell señala que en la vida de Mises un hombre de negocios podría tomar un tren de Viena a Londres y desembarcar sin mostrar o necesitar un pasaporte. Pero, por supuesto, a principios del siglo XX Austria era una época y un lugar muy diferentes, antes de las dos guerras mundiales con todas sus dislocaciones, la inmigración masiva hacia Europa y a través de Europa, y los estados de bienestar burocráticos centralizados.

Podemos decir con certeza que le preocupaba la idea de los países políglota y la difícil situación de las minorías étnicas o lingüísticas. Es precisamente por eso que tanto el *Liberalismo como Nación, Estado y economía* fueron radicalmente descentralizados en su enfoque, argumentando a favor de un nacionalismo liberal enraizado en la propiedad, la autodeterminación y el laissez-faire en casa; la no intervención pacífica en el extranjero; y el libre flujo del comercio internacional para disuadir el expansionismo belicoso de la autarquíaa.

Nuestro mundo de hoy no está exactamente lleno de Estados liberales miseseanos; obviamente, es todo lo contrario. Y de hecho, Mises estaba preocupado por la migración a estados antiliberales, donde los recién llegados buscan cambiar las instituciones existentes para peor. Pero no se fíe de mi pal-

abra: El profesor Ben Powell de la Universidad Tecnológica de Texas, él mismo un defensor de la apertura total de las fronteras, escribió recientemente un artículo titulado «Resolviendo el conflicto de la migración misesiana».

Citando a Powell:

> El problema, para Mises, radica en el hecho de que los Estados, en su época y en la nuestra, no son liberales. Son intervencionistas. Una vez que los estados interfieren con la actividad económica, algunas personas pueden utilizar el estado para obtener ganancias económicas para sí mismos a expensas de otros que viven bajo ese mismo gobierno. Una vez que diferentes naciones viven bajo el mismo gobierno, entran en conflicto con cada una de ellas o, como dijo Mises, «las migraciones traen a los miembros de algunas naciones a los territorios de otras naciones». Esto da lugar a conflictos especialmente característicos entre las personas.
>
> Sin embargo, las instituciones de la libertad no son dadas exógenamente. Entre otros factores, dependen de la ideología, las creencias políticas y la cultura de la población que controla el Estado. Los inmigrantes suelen emigrar de países de origen con entornos institucionales disfuncionales que carecen de libertad económica. Si el propio sistema de creencias de los inmigrantes fuera, en parte, el responsable de ese sistema disfuncional, y llevaran esas creencias al país de destino en cantidades demasiado grandes, con demasiada rapidez, para asimilarlas a las creencias del país de destino, podrían erosionar las mismas instituciones responsables de la alta productividad que los atrajo en primer lugar. Así, la inmigración en sí misma podría, en principio, convertir un país de destino relativamente libre, donde Mises no vería a los inmigrantes como un problema, en un

Estado más intervencionista donde la inmigración sí crea los problemas que Mises teme.

Por lo tanto, aunque Mises ciertamente entendió las restricciones migratorias con la misma certeza con la que entendió las restricciones comerciales, es un error rotundo y no sólo una simplificación excesiva insistir en que apoyaría inequívocamente la apertura de las fronteras en la Europa de hoy.

## Conclusión

Hay mucho más que decir sobre lo que Mises nos diría hoy. Sobre todo sé que estaría encantado de que este evento ocurriera hoy, en su honor. Por supuesto que conocía a Lew Rockwell desde sus días en *Arlington House*, pero nunca se imaginó un Instituto Mises. Nunca imaginó que una universidad en el sur de Estados Unidos se convertiría en un paraíso para estudiar su trabajo y la escuela austriaca en general. Nunca imaginó un mundo digital en el que gran parte de su escritura, el trabajo de su vida, estuviera disponible en línea para cualquier persona de todo el mundo, de forma casi instantánea y gratuita. Y como ya se ha dicho, nunca imaginó que su obra sería más leída, que sería más famoso, después de su muerte.

Sí, el liberalismo, la versión buena y verdadera, se ha desentrañado. No aguantó. No deberíamos mentir sobre esto, o fingir que no ha pasado. Occidente es políticamente antiliberal hoy en día, y está empeorando. Pero eso no aconseja la desesperación. Si estamos ganando o perdiendo terreno, si estamos ganando o perdiendo, es cuestión de perspectiva. Mises a veces sucumbió al pesimismo, como lo demuestran sus memorias. Cualquiera que haya vivido la Gran Guerra, que haya tenido que huir dos veces del autoritarismo, puede ser excusado por ello. No tenemos esa excusa. Tenemos todo el cuerpo de la obra de Mises para leer y disfrutar, para guiarnos en nuestros pensa-

mientos y acciones de hoy. Y debemos compartir su sentido de élan vital, lo que él llamó el «anhelo inerradicable» que nos obliga a buscar la felicidad, minimizar el descontento y pasar nuestras vidas «luchando a propósito contra las fuerzas adversas a (nosotros)».

¿Qué pensaría Mises de esta reunión de hoy, en esta sala? Creo que le encantaría saber, 75 años después de hablar aquí, que una audiencia de personas todavía encuentra sus ideas cautivadoras y que vale la pena considerarlas.

# 19

# Mises y la «nueva economía»

**por Jeff Deist**

## I. Introducción

Qué maravillosa reunión de estudiantes hoy, en este impresionante y hermoso campus. Podemos ver por qué Hans Sennholz amaba este lugar, y por qué los doctores Herbener y Ritenour disfrutan tanto viviendo y enseñando aquí. Eres demasiado joven para servir como «remanente», así que te consideraremos la vanguardia en su lugar. Siempre me impresionan los jóvenes con interés en la erudición y las ideas serias, que tienen el intelecto para leer libros de 900 páginas. Se nos dice que ya nadie lee, y ciertamente no tomos densos sobre la teoría económica, pero esto plantea una pregunta: ¿es probable que las raras personas que sí leen tales libros sean más o menos importantes en el futuro? Sospecho que el primero.

Imagine lo complacido que estaría Ludwig von Mises por esta conferencia hoy, al saber que la gente todavía encuentra su

Este artículo es un extracto de una charla dada el 22 de febrero de 2020 en la Austrian Student Scholars Conference, auspiciada por el Grove City College en Pennsylvania

trabajo vital y relevante casi medio siglo después de su muerte. Es mucho más conocido hoy en día, y mucho más leído, que durante su vida. Y la mayoría de sus obras importantes hoy en día están disponibles en varios idiomas, en línea, gratis e instantáneamente para cualquier persona en todo el mundo. ¿Qué más podría querer cualquier pensador importante?

Hay una maravillosa expresión francesa, *élan vital*, que técnicamente se traduce como «impulso vital» o «fuerza vital» en inglés. El filósofo francés de principios del siglo XX, Henri Bergson, desarrolló el término para describir la fuerza creativa dentro de un organismo que impulsa el crecimiento, el cambio y la adaptación deseable. Al profesor Mises le gustó tanto que lo discutió hacia el final de *La acción humana*, para hacer el punto más amplio de que la historia humana no es determinista, que los individuos que actúan a propósito y voluntariamente podrían cambiar sus fortunas. En otras palabras, la voluntad humana triunfa sobre el destino. Todos tenemos al menos algo de nuestra propia energía *vital*.

Por alguna razón, los filósofos muertos son más respetados que los economistas muertos. Tal vez esto se debe a que la filosofía parece antigua y atemporal, adecuada a la experiencia humana a través de cualquier época.

## II. Economistas muertos vs. presentismo

Pero si la fuerza vital de Bergson nos hace avanzar inexorablemente, ¿por qué estudiar a los economistas muertos? ¿Qué puede enseñarnos un economista como Mises, nacido a finales del siglo XIX en un mundo muy diferente, hoy en día? ¿Por qué en el mundo un grupo de jóvenes estudiantes se reúnen en Grove City, Pennsylvania, en 2020, para considerar una escuela de economía con raíces en la Viena de la época de los Habsburgo?

Son preguntas justas, dada la doctrina implacable del «presentismo» que domina todo en nuestra cultura actual. El presentismo es la ahistórica y arrogante insistencia en interpretar los eventos pasados, las figuras históricas y los cuerpos de conocimiento existentes según el estándar supuestamente iluminado de nuestros estándares de tiempo que cambian tan rápidamente que los ejecutores de hoy son las víctimas de la turba de mañana.

El presentismo está en el centro de la visión progresista del mundo, que insiste en que el pasado es siempre retrógrado, el presente es siempre mejor pero aún profundamente imperfecto, y el futuro tiene un arco determinista finalmente feliz. Es una manifestación de la arrogancia que proviene de imaginar que vivimos en un tiempo único, y un tiempo singularmente iluminado.

El presentismo es el sello de la economía imaginaria inteligente: los Paul Krugmans, Christine Lagardes, Thomas Pikettys, Noah Smiths, y Benyamin Appelbaums de hoy. La ciencia económica que defienden, principalmente en blogs, medios sociales, programas de noticias financieras o libros de divulgación, y nunca en tratados, es sui generis, única para ellos. Es su propia ciencia económica, creada por ellos mismos individualmente, supuestamente científica y completamente nueva para adaptarse al mundo de hoy. Es una nueva economía para el 2020. Y por supuesto todos insisten en que sólo siguen e interpretan los datos, yendo a donde los lleva. Después de todo, ¡son científicos!

¿Pero exactamente qué teoría o educación o disciplina aplican a esos datos? ¿Es realmente economía?

Por supuesto que sabemos que no hay Nueva Economía, como tampoco hay nueva física o nuevos cálculos. Hay *avances* y *descubrimientos* en la ciencia económica, y hay nuevas tecnologías que, por supuesto, tienen un enorme efecto en las economías. Pero la economía es, y siempre será, sobre la acción

humana en el contexto de la elección, la escasez, el costo de oportunidad y las medidas subjetivas de valor.

No es un secreto de dónde sacan sus puntos de vista estos economistas y profesores y los expertos del *New York Times*, aunque no tengan mucha idea de su lugar en el campo. ¿Y por qué deberían? Es totalmente posible obtener un doctorado en economía sin tomar un solo curso en la historia del pensamiento económico. Su economía representa a Marx, o Keynes, o John Kenneth Galbraith, o Paul Samuelson, aunque raramente mencionan estos nombres. No se anuncian como neokeynesianos, o Samuelsonitas, o como adelantando los puntos de vista de cualquier economista muerto, porque el presentismo lo hace impensable. ¡Son sus propios economistas!

Pero resulta que sus ideas y sus ideas políticas no son nada nuevas. Se trata de la demanda, la demanda, la demanda, ya sea de trabajadores o compradores o compradores de casas o restaurantes o estudiantes que pagan 40.000 dólares por un año de universidad. Todas las políticas económicas que conjuran, ya sean fiscales o monetarias, se reducen a un objetivo: estimular la demanda, animarnos a todos a querer pedir más dinero prestado y gastar más. Eso es todo. Todas sus modernas teorías económicas se reducen al consumo sobre todo. Así es como la profesión moderna piensa que creamos una ciencia económica.

Los economistas austriacos, por el contrario, tienden a menudo a prefaciar cada argumento con una referencia a los viejos maestros como Mises o Hayek, como si sólo existiera la ciencia económica antigua. ¡Es un problema de marketing en un mundo de presentismo! ¿Son los austriacos modernos simplemente menos egoístas que sus pares, y por lo tanto intentan proporcionar apoyo y fundamento a su trabajo? ¿Reconocen simplemente que la ciencia económica se construye sobre un edificio de conocimientos previos que no se puede tirar con el agua del baño en cada nueva crisis?

Pero esto va en contra de la corriente, porque «todo el mundo sabe» que esas viejas teorías austriacas ya no se aplican en nuestra era digital. La arrogancia está a la orden del día, no la humildad de un científico social cauteloso y circunspecto dedicado a la búsqueda de la verdad.

## III. Cómo la ciencia económica perdió su camino

Entonces, ¿por qué deberíamos considerar a los economistas muertos? La respuesta, por supuesto, es que todavía tienen algo que decirnos sobre el mundo y cómo funciona, que su trabajo forma la base desde la que debe comenzar el análisis de hoy. Algo que los Krugmans y Pikettys, siempre disparando desde la cadera y siguiendo los datos a donde quiera que vaya, no pueden proporcionar.

De hecho, por lo que puedo decir, la mayoría de los economistas no se preocupan mucho por encontrar la verdad o ayudarnos a entender mejor el mundo. nuestro servicio a la humanidad trabajando para aumentar nuestra riqueza y felicidad. Desde mi perspectiva, la ciencia económica existe sobre todo para proporcionar sinecuras a las personas cuya principal preocupación es si un pequeño grupo de sus compañeros piensan que son inteligentes.

En algún momento, la ciencia económica dejó de intentar servir a la humanidad haciéndonos más felices, más sanos y más ricos. En algún momento del camino, la economía se convirtió en una disciplina de técnicos hiperespecializados, de estadísticas y datos y modelos. En algún momento del camino, la ciencia económica se volvió pequeña. Perdió su impulso *vital*.

¿Y qué pasó? En cierto sentido, la ciencia económica simplemente sucumbió a la fea arrogancia de nuestros días.

El ambiente en Occidente no es amistoso con los intelectuales, mucho menos con los intelectuales muertos. Preferimos los medios sociales y los videos cortos a los libros y las

conferencias. Queremos que el periodismo provea entretenimiento, que coincida con nuestra corta capacidad de atención. Queremos que alguien se encargue de curar y nos proporcione información y noticias fácilmente digeribles, en lugar de buscar fuentes originales para nosotros. No tenemos tiempo para el contexto o los matices. Con un conocimiento limitado de la historia, tendemos a fetichizar lo nuevo sobre lo viejo, la modernidad sobre la tradición, y los datos sobre la teoría. En nuestra autoestima nos imaginamos en una nueva era, donde el viejo conocimiento y la sabiduría ya no se aplican.

Pero nos imaginamos esto a nuestro propio riesgo. El ritmo acelerado de la tecnología nos hace creer que el desarrollo humano es lineal. La tecnología, no las polvorientas ideas antiguas de otro siglo, parece ser el principal impulsor del cambio. Pero la tecnología no puede responder a la vieja pregunta de si los humanos eligen la compulsión o la cooperación: no puede crear una «tercera vía» entre el mercado y el Estado. Las ideas todavía gobiernan el mundo, pero a veces confundimos la nueva tecnología con las nuevas ideas.

Todos los emocionantes desarrollos parecen abundar sólo en las ciencias físicas. La mecánica cuántica promete aumentar drásticamente la potencia de los ordenadores. Los físicos e ingenieros hacen que la posibilidad de viajes espaciales privados asequibles se acerque cada día más a la realidad. Los avances en inteligencia artificial, informática y tecnología de la información prometen alterar radicalmente nuestro mundo físico a través de una emergente Internet de las cosas. Si hay algo que todavía excita la imaginación occidental, es la posibilidad de avances radicales en la tecnología, todo ello debido, al menos en gran parte, a los avances y aplicaciones en las ciencias físicas.

En cambio, las ciencias sociales y las humanidades están moribundas, reducidas a estudios de guión y a disciplinas de «interseccionalidad» fabricadas. El trabajo académico en las ciencias blandas es chillón y quebradizo, mucho más relacio-

nado con las cruzadas políticas y culturales que con la enseñanza de los estudiantes o la participación en becas serias. La música, el cine, el arte moderno y la literatura sufren bajo el peso de sus propias pretensiones y de los mensajes pesados. Los historiadores encubren la historia, los profesores de inglés ignoran la literatura inglesa, y la sociología se convierte en una ciencia de definición. Yale desecha la historia del arte.

Luego tenemos la ciencia económica, la ciencia social huérfana cuyos practicantes se hacen pasar por mineros de datos. La ciencia económica se ha convertido en el primo menor de las matemáticas, la estadística y las finanzas, lo que explica por qué tantas universidades la han trasladado a sus escuelas de negocios. El empirismo, el celoso impulso de aplicar la metodología científica a los problemas de la acción humana, insiste en que los economistas sólo tienen valor en la medida en que prueban y «demuestran» con éxito sus hipótesis.

Como resultado, la economía se ha corrompido en una disciplina predictiva que no predice nada correctamente; en una disciplina prescriptiva que prescribe las políticas equivocadas, y en una disciplina empírica que recopila datos pero que no tiene sentido..

## IV. Por qué necesitamos a Mises

Es exactamente por eso que necesitamos a Mises, quien tal vez más que cualquier economista de su tiempo entendió la ciencia económica como una ciencia teórica. Pero los lectores de Mises aprecian no sólo la profundidad y amplitud de sus ideas, sino también la elegancia de su lenguaje. Incluso escribiendo en inglés, un idioma que adoptó en la edad media, Mises transmitió densas teorías conceptuales y grandes ideas con un estilo vigoroso que no se asocia normalmente con los economistas. Nada en su escritura es seco o técnico. Por eso, por ejemplo, abrir *La acción humana* a cualquier página al azar puede pro-

ducir beneficios inmediatos. Para usar una analogía de los días en que la música llegaba en vinilo y discos compactos, con canciones en un orden particular, no hay canciones desechables en la obra de Mises.

Mises no dudó en tomar prestado mucho de otros campos en sus escritos, incluyendo la historia, la sociología y la filosofía (especialmente la epistemología y la lógica), siempre al servicio de presentar la economía de manera holística. Su afán por comprender las implicaciones más amplias de la acción y la razón humanas le salvó del tipo de visión de túnel que vemos hoy en día en el mundo académico, en el que la interseccionalidad, lejos de lo que sugiere su nombre de moda, sirve a un estrecho propósito político más que a la causa más amplia del avance del conocimiento.

En este sentido, demostró una humildad característica, que contrastaba con la arrogancia mostrada por tantos brillantes académicos: entendió su profesión elegida como parte de una experiencia humana más amplia, en lugar de un cuerpo de conocimientos egoístas con límites rígidos que deben ser guardados incluso cuando chocan continuamente con otras disciplinas.

Un gran ejemplo del maravilloso uso del lenguaje de Mises viene al final de la *La acción humana*, en un capítulo típicamente ambicioso titulado «La ciencia económica y los problemas esenciales de la existencia humana». Como de costumbre, la sintaxis y la dicción de Mises apenas traen a la mente un aburrido texto de economía:

> Nuestro «anhelo inerradicable» nos obliga a buscar la felicidad, minimizar el descontento, y pasar nuestras vidas «luchando a propósito contra las fuerzas adversas a (nosotros)».
>
> «La civilización, se dice, empobrece a la gente, porque multiplica sus deseos y no los alivia, sino que los enci-

> ende. Todas las ocupaciones y tratos de los hombres trabajadores, sus prisas, sus empujones y su bullicio no tienen sentido, ya que no proporcionan ni felicidad ni tranquilidad.
>
> Sin embargo, todos esos reparos, dudas y escrúpulos son sometidos por la fuerza irresistible de la energía vital del hombre. Mientras un hombre viva, no puede dejar de obedecer el impulso cardinal, el impulso vital».

¡No es el tipo de cosas que recuerdo de mi clase de micro-grado!

El trabajo de Mises ejemplificó el espíritu y el sentido de la vida que falta en la ciencia económica actual. No veneramos a los economistas muertos para mantener su lugar en alguna jerarquía académica, o para satisfacer un deseo atávico de un orden intelectual inalterable. Los veneramos porque sus ideas todavía tienen compra, porque su trabajo produce conocimientos que son muy necesarios hoy en día. Los leemos y los promovemos para entender el mundo tal como es, lleno de miles de millones de actores humanos con propósito pero a menudo irracionales. Necesitamos economistas muertos para salvarnos de nosotros mismos y para refutar los mitos obstinados del colectivismo. Los necesitamos más que nada porque su trabajo y sus conocimientos son muy superiores a los de la mayoría de los economistas vivos hoy en día. No hay Nueva Economía, sólo un nuevo trabajo académico que hace avanzar minuciosamente el conocimiento que nos ha sido legado.

## V. Conclusión

Mises ciertamente vivió su vida con un cierto *impulso tranquilo*, incluso ante los reveses y desaires que enfurecerían a un hombre menor. A través de todo ello mantuvo una tranquila dignidad y elegancia que recordaba a la vieja Austria. Nunca se

rinde, nunca se rinde, siempre se vuelve a la siguiente tarea con firmeza, creyendo en su trabajo cuando el mundo no lo hizo.

Por supuesto que Mises a veces se permitía sucumbir al pesimismo, lo cual ya sabes si has leído sus memorias. Cualquiera que haya vivido la Gran Guerra, que haya tenido que huir del autoritarismo y desarraigar su vida dos veces, que haya tenido que empezar de nuevo financieramente y de otra manera en un nuevo país en un nuevo idioma, que haya sido tratado tan mal por el establecimiento académico, puede ser excusado por esto.

No tenemos esa excusa. Tenemos todo el trabajo de Mises para leer y disfrutar, para guiarnos en nuestros pensamientos y acciones de hoy. Podemos leer más Mises en el 2020, y menos noticias y comentarios políticos de usar y tirar. Su trabajo nos inspira y compromete de maneras que saturan los medios de comunicación social, editorialistas de peso ligero, y la literatura de autoayuda sensiblera. Afrontémoslo: la mayoría de los artículos, libros, podcasts y programas de televisión de hoy en día no son dignos de nuestro tiempo. El contenido gratuito en línea es casi infinito hoy en día, pero el tiempo seguramente no lo es.

Sí, hay nubes muy oscuras en el horizonte. El liberalismo, la versión buena y verdadera, nunca se arraigó completamente en Occidente. Y hoy está disminuyendo. No deberíamos engañarnos sobre esto, o pretender lo contrario. Occidente es políticamente antiliberal hoy en día, y cada vez peor. Pero esto no aconseja la desesperación, sino que nos aconseja convocar nuestro propio sentido del impulso *vital*.